

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO**

**Departamento de Derecho Mercantil**



**EL CONTRATO DE SWAP COMO TIPO DE  
DERIVADO**

**MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR  
PRESENTADA POR**

Amedeo Ferri-Ricchi

Bajo la dirección del doctor

Juan Sánchez-Calero Guilarte

**MADRID, 2013**

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO**

**Departamento de Derecho Mercantil**



**EL CONTRATO DE SWAP COMO TIPO DE  
DERIVADO**

**MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR  
PRESENTADA POR**

**Amedeo Ferri-Ricchi**

**Bajo la dirección del:**

**Prof. Dr. Juan Sanchez-Calero Guilarte**

**Madrid, 2012**





## **AGRADECIMIENTOS**

En esta página se agradece a todas las personas e instituciones que hicieron posible la realización del trabajo: a la Universidad Complutense de Madrid, al Departamento de Derecho Mercantil, a todos los profesores del departamento.

Respecto a la elaboración de esta guía quiero agradecer al Profesor Juan Sanchez-Calero Guilarte por sus correcciones, sugerencias, apoyo humano e infinita paciencia. Agradezco igualmente a todos los miembros del tribunal por haber aceptado venir a la defensa de mi tesis doctoral, por todas las observaciones y preguntas.

A Fabrizio por su ayuda, a Lina por su incondicionada comprensión, y a mis amigos que siempre me animaron a seguir adelante.



## ÍNDICE

<b>ÍNDICE.....</b>	<b>5</b>
<b>ABREVIATURAS .....</b>	<b>9</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>11</b>
1. Nacimiento del derecho de los mercados financieros como parte del derecho mercantil.....	14
2. Los productos derivados .....	17
 <b>PARTE PRIMERA: FUNCIÓN ECONÓMICA.....</b>	<b>23</b>
1. La economía de los Swaps.....	23
1.1. Las modernas formas de los Swaps .....	24
1.1.1. Los orígenes de los Swaps .....	24
1.1.1.1. Los préstamos paralelos.....	25
1.1.1.2. Los préstamos adosados .....	27
1.1.2. La necesidad de los Swaps .....	29
1.1.2.1. Los primeros Swaps modernos y sus características .....	30
1.1.2.2. El mercado de los Swaps en la actualidad .....	36
1.2. El mecanismo de los Swaps.....	42
1.2.1. Los Swaps de divisas.....	43
1.2.1.1. Los Swaps de divisas simples (“Straigh Currency Swaps”) .....	47
1.2.1.2 Los Swaps de divisas sin transferencia inicial de capital.....	48
1.2.1.3. Los Swaps de divisas sin ninguna transferencia de capital .....	51
1.2.2. Los Swaps de tipos de interés .....	53
1.2.2.1. Los Swaps de tipo de interés fijo / variable .....	53
1.2.2.2. Los Swaps de tipos de interés sobre tipo variable/ variable .....	58
1.2.2.2.1 Un ejemplo de Swap sobre tipos de interés .....	60
1.2.2.2.2. Utilizar un Swap para transformar una deuda.....	62
1.2.2.2.3 Utilizar el Swap para transformar una inmovilización .....	63
1.3. Las formas complejas de Swaps .....	64
1.3.1. Los Swaps compuestos .....	65
1.3.1.1 Los Swaps dobles .....	65
1.3.1.2. Los Swaps combinados de divisas y de tipos de interés tipo fijo / tipo variable .....	67
1.3.1.3. Los Swaps combinados de divisas y de tipos de interés entre tipos variables .....	69
1.3.1.4. Los Swaps con combinaciones múltiples .....	70
1.3.2. Las formas híbridas de Swaps .....	72
1.3.2.1. Las variantes modificadoras de la gestión del capital.....	73
1.3.2.1.1. Los Swaps con amortización del capital (“Amortizing Swaps”) .....	73
1.3.2.1.2. Los Swaps sobre capital creciente (“Drawdown Swaps”) .....	75
1.3.2.1.3. Los Swaps diferidos (“Deferred Swaps”) .....	76
1.3.2.2. Las opciones sobre Swap o “Swaptions” .....	77
 <b>PARTE SECUNDA: EL RÉGIMEN JURÍDICO .....</b>	<b>86</b>
2.1. Elementos personales: las cláusulas preliminares .....	87
2.1.1. Identificación del las partes y estructura del contrato .....	88
2.1.2. El preámbulo .....	91
2.1.3. Las definiciones contractuales.....	92
2.2. Elementos reales: la elaboración contractual bilateral .....	94
2.2.1. El acuerdo verbal .....	94
2.2.2. El acuerdo sobre las disposiciones esenciales .....	95
2.2.3. Las dudas de la formación de los Swaps .....	97
2.2.4. El contrato final: la “Supersending documentation” .....	99

2.3. Las obligaciones principales.....	100
2.3.1. Las obligaciones de pago como obligación fundamental .....	100
2.3.2. Las modalidades particulares de realización de los pagos .....	107
2.3.3. Otras Obligaciones .....	111
2.3.4. Las declaraciones y notificaciones .....	112
2.3.5. Los casos de incumplimiento .....	114
2.3.6. Los casos de rescisión.....	114
2.3.7. El desistimiento unilateral .....	117
2.3.8. La anulación del contrato de Swap.....	117
2.3.9. Las garantías y cláusulas diferentes.....	120
2.4. Elementos formales: las codificaciones .....	121
2.4.1. Los “Masters Agreements” .....	121
2.4.1.1. Definición y características generales.....	121
2.4.1.2. Las cláusulas específicas a los “Master Agreements” .....	123
2.4.1.3. Las otras tentativas de codificación .....	128
2.4.2. Los trabajos de la ISDA.....	129
2.4.2.1. La “International Swap Dealers Association” .....	130
2.4.2.2. Los códigos “ISDA” en origen .....	131
2.4.2.3. Los contratos marco “ISDA” .....	136
2.4.3. Las tentativas de estandarización.....	141
2.4.3.1. Los “BBAIRS” Terms .....	141
2.4.3.2. Los modelos AFB .....	144
2.4.4. El CMOF .....	145
2.5. El tratamiento de los derivados financieros y, en particular, de los Swaps en la Ley Concursal ..	154
2.5.1. Concepto de Ley Concursal y entorno jurídico .....	154
2.5.2. Resoluciones sobre Swaps .....	159
2.5.3. Situación actual tras las últimas reformas.....	163
2.5.4. El tratamiento concursal .....	169
2.5.5. Distintos supuestos sobre la compensación contractual .....	174
2.5.6. Ultima reflexión.....	177

## **PARTE TERCERA: NATURALEZA JURÍDICA ..... 180**

3.1. La búsqueda de una definición de Swap.....	181
3.1.1. Las definiciones propuestas por la doctrina.....	181
3.1.2. La búsqueda de una definición a través del examen de las intenciones de las partes. ....	190
3.1.2.1. La intención de las partes en el contrato de Swap .....	194
3.1.3. La nueva definición de Swap.....	200
3.2. Las características jurídicas y los elementos de los contratos de Swap .....	203
3.2.1. La causa en el contrato de Swap .....	204
3.2.2. El carácter consensual del contrato de Swap .....	206
3.2.3. El carácter sinalagmático de los contratos de Swap .....	212
3.2.4. El carácter intuitu personae en el contrato de Swap .....	217
3.2.5. Contratos a título oneroso.....	228
3.2.6. El carácter conmutativo o aleatorio de los Swaps .....	230
3.2.7. ¿Los Swaps son apuestas? .....	245
3.2.7.1. Las soluciones de otros países sobre la apuesta.....	255
3.2.8. El Swap como contrato fuera de balance .....	257
3.2.9. El Swap como contrato diferencial.....	261
3.2.9.1. La compensación contractual (Netting) .....	264
3.2.9.2. El intercambio .....	267
3.2.10. Los Swaps que tienen una obligación pecuniaria .....	271
3.2.10.1. La naturaleza jurídica de la moneda extranjera .....	271
3.2.10.2. Los Swaps comportan una obligación pecuniaria.....	275
3.2.10.3. El carácter del pago internacional y sus aplicaciones .....	282
3.2.11. El Swap como contrato a duración continua .....	289
3.3. La calificación del contrato de Swap.....	290
3.3.1. Diferencias con otros contratos típicos.....	291
3.3.1.1. Comparación con la prenda .....	291
3.3.1.2. Comparación con el depósito cruzado .....	293



3.3.1.3. Comparación con el préstamo .....	296
3.3.1.4. Comparación con la venta condicionada .....	299
3.3.1.5. Comparación con la subrogación.....	302
3.3.1.6. Comparación con la permuta y permuta comercial (Barter).....	306
3.3.1.7. Comparación con el reporto .....	310
3.3.1.8. Comparación con el contrato de suministro .....	314
3.3.1.9. Comparación con futuros y FRA.....	318
3.3.1.10. Comparación con la compraventa.....	319
3.3.1.11. Comparación con el seguro .....	322
3.3.2. Los Swaps, una familia de contratos sui generis .....	327
3.4. La comercialización de los Swaps .....	336
3.4.1. Inexistencia de una jurisprudencia sólida: sentencias recientes.....	338
3.4.2. Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) .....	341
3.4.3. Propuesta de Revisión de la MiFID.....	344
3.4.4. El proyecto de Reglamento de la CE sobre derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones .....	356
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>360</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>368</b>
<b>RESUMEN EN INGLES .....</b>	<b>388</b>
Introduction .....	388
Economic Function.....	388
The Legal Regime .....	389
Legal Nature .....	390
Conclusions .....	391
Bibliography .....	392
<b>APÉNDICE .....</b>	<b>395</b>
CONTRATO MARCO DE OPERACIONES FINANCIERAS .....	395
ISDA.....	413



## ABREVIATURAS

ABI:	Associazione Bancaria Italiana
Act.Jur.:	Actualité Juridique
AFB:	Association française de banques
AP :	Audiencia Provincial
B.B.A:	British Bankers Association
B.B.T.C.:	Banca Borsa e Titoli di Credito
B.G.B.:	Bürgerliches Gesetzbuch
BBAIRS:	British bankers association Interest Rate Swaps
C. Civil :	Código Civil
C.c.:	Code Civil (Francia)
CC :	Codice Civile (Italia)
CE:	Comunidad Europea
CHF :	Francos suizos
C.N.M.V.:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB :	Commissione Nazionale per la Società e la Borsa
D.P.C.I. :	Droit et pratique du commerce international
DM:	Marco Alemán
Ed. :	Edición
EUR :	Euro
FRA:	Forward Rate Agreement
Gaz.Pal.:	Gazette du Palais
GBP :	Libra inglesa
Irs:	Interest rate Swap
ISDA:	International Swaps and Derivatives Association
JIBL :	Journal International Banking Law
JPY :	Yenes de Japón
JM:	Juzgado de lo Mercantil
JJMM:	Juzgados Mercantiles
LC:	Ley Concursal
LCS :	Ley de Contrato de Seguro
L.G.D.J.:	Librerie Générale de Droit et Jurisprudence

LIBOR:	London Interbank Offered Rate
LMV :	Ley del Mercado de Valores
N.I.S.:	La Nuova Italia Scientifica
OTC :	Over the counter
P.U.F. :	Presse Universitaire de France
R.D.B.B.:	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
R.G.D.:	Revista General de Derecho
R.T.D.Civ:	Revue Trimestrielle de Droit Civil
R.T.D.Com:	Revue Trimestrielle de Droit Commercial
Rev. Crit. Lég. Jur.París :	Revue Critique de Législation et de Jurisprudence
USD :	Dolar de Estados Unidos
Vol :	Volumen

## INTRODUCCIÓN

En el libro “El Alquimista”, la tesis central está en una frase que el rey Melquisedec dice al pastor Santiago: “cuando quieras alguna cosa, todo el Universo conspira para que la consigas”.<sup>1</sup>

Creemos absolutamente en ello, por esto hemos decidido escribir este trabajo, para identificar tipología, naturaleza y régimen jurídico de unos particulares tipos de contratos que son el pilar matriz del mercado financiero español, como del mundial y que “han experimentado durante estos últimos años transformaciones extraordinariamente relevantes en la mayoría de sus piezas”<sup>2</sup>: los Swaps.

Este contrato se ha difundido ampliamente en el mundo financiero en los años ochenta y sobre el cual existe poca jurisprudencia publicada.

El tema de los Swaps, y en general el de los llamados "productos derivados", representa una transformación radical. Puede hablarse de una verdadera innovación y es precisamente ese sector de los derivados, el único que muestra hoy la imagen de un tránsito que va al infinito.<sup>3</sup> Se ha pasado de la nada más absoluta a la plena consolidación de nuevos instrumentos, que tienen un potencial de crecimiento difícil de cuantificar, consecuencia de su cada vez mayor utilización en multitud de aplicaciones financieras.

Sólo en los últimos años la doctrina jurídica española – al contrario de la extranjera y en particular de la inglesa y americana en las cuales la doctrina es abundante – ha empezado a dedicar una particular atención a estos contratos.

El Swap es uno de los instrumentos surgidos a raíz del proceso acelerado de innovación que ha dominado los mercados financieros internacionales. Un proceso inacabado y que por razón de su propio dinamismo presenta unos contratos aún poco definidos, a pesar de lo cual en esta obra se intenta dar una ubicación del Swap en medio de figuras creadas por los agentes financieros.

---

<sup>1</sup> Paulo Coelho: *La quinta monataña*, Planeta, Barcelona, 1996, pg 22

<sup>2</sup> Díaz Ruiz, E., Larraga, P.: "Productos financieros derivados y mercados organizados", Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo de 15 a 19 julio de 1996. Introducción de Sánchez Andrés, A.: Sobre las orientaciones del proyecto de Real Decreto para la "Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles", RGD, 1992, pgs 2848 y ss ;Sánchez Andrés, "Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados", pg 12

<sup>3</sup> Díaz Ruiz, E., Larraga P.: ob.cit.

Nos enfrentamos a un instrumento fruto de la inestabilidad reinante en el sistema económico internacional y que actúa mediante técnicas monetarias.

El desarrollo no ha encontrado muchos límites, la técnica financiera de los Swaps es muy sencilla y el contrato es muy flexible y puede satisfacer las exigencias de cada tipo de operador económico. Personas físicas, sociedades *industriales* y mercantiles, bancos y sociedades financieras, entidades públicas, repúblicas y reinos, entidades internacionales, etc. utilizan los Swaps.

El Swap se masifica y globaliza; la internacionalización de los mercados y la divulgación de las técnicas financieras van a contribuir a la difusión de este producto.

Han sido los crecientes volúmenes quienes han atraído en los últimos años la atención de las autoridades monetarias y de vigilancia internacionales de los países más desarrollados, preocupadas por los efectos que estos contratos puedan tener sobre la estabilidad de los mercados y sobre la eficacia de las estrategias de política monetaria.

Dicho crecimiento, en el ámbito mundial y de España, da prueba de la eficacia y flexibilidad de este instrumento y de sus múltiples aplicaciones dentro de la llamada ingeniería financiera, dada su gran adaptabilidad a unos entornos económicos cada vez más cambiantes.

El uso de los Swaps se incrementa especialmente a partir del momento en que los gestores del área financiera de las empresas se encuentran en la necesidad de controlar riesgos, como los de tipos de interés, de divisas, de precio de las materias primas o de las acciones, cada vez más importantes dentro de un entorno financiero de creciente volatilidad.

En España no existe una definición legal de los contratos de permuta financiera o “Swaps” ni una regulación específica en nuestro ordenamiento jurídico. Es una modalidad contractual importada del derecho anglosajón que algunos autores han incluido dentro de los contratos parabancarios.

En España la difusión de estas operaciones está promovida principalmente por las filiales de los grandes bancos internacionales, aún hoy existe un gran desconocimiento por parte de la mayoría de los usuarios potenciales, sobre todo en lo referente a las nuevas estructuras de productos derivados de los Swaps que continuamente se están introduciendo en los mercados.

La mayor parte de los estudios que se han hecho sobre los productos financieros se han centrado fundamentalmente en los aspectos económicos, y lo mismo ha pasado

con los estudios realizados sobre el "contrato de Swap". Los primeros estudios sobre este producto pertenecen al ámbito del "Common Law" Inglés; en el sector del "Civil Law", se encuentran los primeros trabajos sobre todo en la doctrina francesa, pero nada relevante en el derecho español, es decir falta un análisis profundo sobre la naturaleza y el régimen jurídico de los contratos<sup>4</sup>.

Escasas son las monografías jurídicas dedicadas al contrato de Swap, hasta el punto que cuenta únicamente con una docena en inglés, francés, italiano y español.

Este trabajo se centra en los aspectos jurídicos del contrato de Swap. Es obvio que se requiere la utilización de conceptos económicos y técnicos que nos permitan comprender los aspectos jurídicos del Swap.

Por todo lo expuesto, la principal motivación para realizar este trabajo es delimitar un tema controvertido, con tentativas de respuesta a la luz no solo de la información recolectada, sino también de nuestra experiencia de más de 12 años en los mercados financieros en los productos derivados, explicar la naturaleza jurídica de las operaciones de Swaps, el objetivo es responder a los problemas jurídicos de dicho contrato y sus derivados, y no hay mejor solución que tomar nota de las disposiciones y de la doctrina de los “vecinos franceses, italianos e ingleses” y de las normas del “Common Law”, para identificar la tipología, la naturaleza y el régimen jurídico del contrato de Swap en el derecho español.

En la primera parte de nuestro trabajo, utilizaremos los métodos históricos al principio para explicar los orígenes y la evolución en el tiempo de esta tipología de contrato, intentaremos identificar los orígenes y sus evoluciones más recientes. En esta misma parte vamos a utilizar el método económico, intentando de aclarar la mecánica, al fin de determinar la función económica de los Swaps, su economía, mecanismos y clasificaremos los tipos de Swaps en varias categorías.

En la segunda parte vamos a determinar el régimen jurídico, analizando los elementos reales, personales y formales de este tipo de contrato, con el objetivo de identificar las características.

En la tercera parte, identificaremos la naturaleza jurídica de los Swaps, con métodos deductivo, calificando los elementos comunes, examinando en detalles las características jurídicas de los contratos de Swap, y con el método comparativo, comparando el contrato de Swap con los otros contratos típicos, existentes en nuestro ordenamiento jurídico al fin de llegar a nuestras evaluaciones y conclusiones.

---

<sup>4</sup> Todas las obras principales serán mencionadas a lo largo de este trabajo

A lo largo de todo el trabajo utilizaremos un método deductivo y comparativo con otros ordenamientos, es decir utilizaremos la jurisprudencia y la doctrina de nuestros vecinos franceses, italianos y alemanes; también compararemos el “Common Law” con el “Civil Law”<sup>5</sup>.

## **1. Nacimiento del derecho de los mercados financieros como parte del derecho mercantil**

El derecho no se puede quedar al margen de la evolución del mundo financiero, no puede dejar a los interventores operar sin reglas; siempre tiene que actuar manteniendo la seguridad y la justicia.

El derecho y la doctrina actual no han adaptado los instrumentos financieros derivados, a los instrumentos ya regulados, dado que los nuevos instrumentos representan un progreso de relevo respecto a los tradicionales de la primera generación. Los financieros medían la capacidad del crédito y sus instrumentos basándose en el importe total de su crédito; hoy, en cambio, a estas consideraciones se acompaña una serie de estrategias complejas que se inclinan sobre todo en la diferencia de los tipos de interés, la sensibilidad al tiempo y a la volatilidad. Los descartes entre los tipos y su volatilidad son objeto de especulación y elementos determinantes de la operatividad financiera.

Los operadores, entonces, ya no pueden estar satisfechos con los contratos tradicionales. Los préstamos y los depósitos ya no son suficientes, todo eso implica el deber de renovar las obligaciones contractuales y se advierte ésta misma en una internacionalización de los contratos, con la consecuencia de que el derecho español no será la única referencia legal a tener en cuenta.

A parte de los productos, hay que añadir las técnicas de pago de los mismos, que se realiza a través de redes informatizadas, como por ejemplo los “Chips”<sup>6</sup> en Nueva York. Además, todos los contratos se ratifican mediante teléfono o “swift”, casi siempre por medio de operadores de diferentes nacionalidades, y si a eso le añadimos la similitud entre las operaciones y las confusiones que se pueden tener por la rapidez de la

---

<sup>5</sup> [www.monografias.com/trabajos28/analisis-juridico/analisis-juridico.shtml](http://www.monografias.com/trabajos28/analisis-juridico/analisis-juridico.shtml)

<sup>6</sup> La Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) es una red informatizada dependiente de la cámara de compensación interbancaria de Nueva York.



negociación, podemos entender que el conjunto de esos factores cambia los habituales mecanismos del pensamiento jurídico.

Hasta ahora la materia estaba regulada por el derecho bancario, puesto que estas actividades financieras se encontraban bajo el pleno control de los bancos. Hoy en día los reglamentos del derecho bancario no son suficientes para solucionar las cuestiones jurídicas creadas por los problemas del mercado.

Los nuevos instrumentos son de difícil clasificación dentro de las categorías tradicionales reguladas por la ley y son también complicados de calificación, además los reglamentos del derecho bancario no se adaptan a las actividades de los mercados “Off-Shore”, al igual que las leyes fiscales.

Los operadores necesitan protección y reglas fijas con las que puedan moverse con seguridad a la hora de operar. El sistema financiero está en constante crecimiento, pero todavía funciona gracias a la seriedad y a la confianza entre los operadores. Para los juristas los mercados financieros son como “palacios de cristal”, frágiles, complejos, que no tienen una estructura sólida y que se basan en la buena fe de sus componentes. La unión y el recíproco interés de los operadores son los elementos que tienen amarrado este sector.

Los profesionales del sector se han unido para elaborar unas reglas que cubren la ausencia de leyes específicas y, aunque se trate de acuerdos que no son ni universales ni imperativos, se aplican entre los operadores y sirven de referencia. Los mismos operadores son los creadores de la ley, lo cual es un fenómeno nuevo. Todavía quedan los problemas fiscales, bancarios, comerciales y de los procedimientos civiles, administrativos y penales, que se encuentran obligados a tener en cuenta nuevos elementos propios de la actividad del mercado.

El conjunto de reglas que regulan estos instrumentos podrían clasificarse como un nuevo tipo de derecho que se podría considerar como una rama del derecho mercantil: el derecho de los mercados financieros, es decir, el derecho de las actividades de mercado. Este derecho tiene cierta autonomía respecto a otros sectores del derecho<sup>7</sup>. Los instrumentos que estamos tratando tienen naturaleza propia y no se pueden reconducir a los que ya existen. La primera cuestión que se plantea es que tenemos que crear nuevas tipologías de contratos, crear definiciones propias y nuevos regímenes

---

<sup>7</sup> El derecho de los mercados financiero existe en los Estados Unidos y en Gran Bretaña, y concretamente en las siguientes revistas: Euromoney Publications, Financial Law Review. En España todavía no está todavía considerada una rama independiente.

particulares. Las cuestiones jurídicas que se plantean son nuevas y tampoco se pueden acoplar con otros sectores del derecho: la definición de moneda extranjera, la ley de aplicación a las operaciones de bienes inmateriales, en la que el lugar de ejecución y de conclusión no es identificable, la definición de apuesta, la noción de mercado, etc. Todo eso está caracterizado por usos y costumbres entre operadores y profesionales que justifican la existencia de un derecho particular.

Según R.Costi: “La materia prima de estos mercados está constituida por los denominados productos financieros, creación contractual nacida del tráfico, cuyo objeto no son bienes materiales, sino posiciones jurídicas, que siempre conllevan un riesgo de incumplimiento, que se agrava cuando un contrato tiene por fin cubrir el riesgo del otro (productos o instrumentos derivados) como los contratos de futuros y opciones y que el legislador, aun dejando libertad al mercado, debe regular con el fin de proteger los diversos intereses en presencia y fomentar que se consoliden los respectivos mercados”.<sup>8</sup>

El derecho de los mercados financieros es un derecho específico en el objeto, en las fuentes y también en los principios que pone en evidencia; está conexo a las actividades de mercado y posee las mismas características: se tiene que adaptar a la evolución y las innovaciones constantes de la práctica. Es un derecho que armoniza y unifica.

La denominación derecho financiero se emplea para distinguir el tradicionalmente denominado derecho bancario, locución que actualmente es considerada insuficiente, para abarcar toda la regulación normativa del que hacer de las instituciones financieras. Estas constituyen en la realidad contemporánea un género, del cual apenas si la legislación de bancos es una de sus especies.

Se ha podido comprobar que ya no es el nombre "bancario" lo que define este sector de la ciencia jurídica, sino más bien la función financiera. Todos estos agentes económicos, llámese bancos de fomento, bancos de inversión, bancos de capitalización, fiduciarios, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, administradoras de fondos de inversión, operadoras de opciones y futuros, operadoras en Swap, son instituciones financieras; por ello resulta que el derecho financiero es el conjunto de principios y normas que gobiernan la formación, el funcionamiento, la actividad y la liquidación ordenada de las instituciones que tienen por objeto la captación, el manejo, el aprovechamiento y la inversión de fondos provenientes del ahorro del público, así

---

<sup>8</sup> Vicent Chuliá, F.: *Introducción al derecho mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2003, pg 72

como el ofrecimiento de servicios auxiliares de crédito, comprendidos entre ellos el Swap en todas sus modalidades, como ser el de capitales, Swaps cambiarios, Swaps de intereses, que por la definición correspondería considerarlos dentro del ámbito del derecho financiero.

Dada la costumbre de los teóricos del derecho de entender que el moderno derecho financiero es sinónimo del derecho bancario y este es parte del derecho mercantil, es obvio que entenderán al derecho financiero como un derecho del ámbito privado. Apoyando esta postura se razona que los actos de los entes financieros son actos de comercio y por lo tanto son actos de derecho privado. La regulación corresponde al derecho privado en general y del derecho mercantil en particular pues este ocupa de la regulación de los actos y empresas mercantiles, así como de la profesión de los comerciantes.

Los productos derivados financieros es una categoría de valores negociables sobre la que se construye el ordenamiento regulador del mercado de valores y que fue introducida en España en el año 1988 con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores...que ha tenido lugar con motivo de la adaptación de la legislación española al ordenamiento comunitario, transposición realizada mediante la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores.<sup>9</sup>

## 2. Los productos derivados<sup>10</sup>

- Wall Street, octubre 1987, caída del índice Dow Jones del 30%
  - Escandinavia, otoño-invierno 1987, quiebra del sistema bancario
  - UK, septiembre 1992, devaluación de la libra
  - Singapur, 1995, quiebra de la Barings Bank
  - Nasdaq, marzo 2000, inicia la caída de las bolsas mundiales después de la “Burbuja Internet”
  - “Subprimes”, Agosto 2007, inicia la caída del sistema financiero mundial y la consecuente crisis de los PIIGS<sup>11</sup> que no pueden repagar sus deudas
- ¿Pero, qué tienen en común todos estos fenómenos?

---

<sup>9</sup> Sanz Caballero, J.I.: *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Barcelona, 2000, pgs 130, 131

<sup>10</sup> Engel, A.: "Produits dérivés - Afgeleide Producten", Actas del seminario del 1er de octubre 1998, organizado por la Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier-Belgium (AEDBF Belgium), Bruselas, 1999, pg 54

<sup>11</sup> Se definen PIIGS el conjunto de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

Leyendo los periódicos nos damos cuenta de que la mayoría de estos fenómenos han sido causados por los productos derivados, o mejor dicho, por la utilización que se hace de éstos y la falta de conocimiento sobre los mismos.

Después de más de 12 años de experiencia profesional sobre los productos derivados, y después de haber cerrado más de 50,000 transacciones de derivados, la cuestión que se encuentra siempre es la misma: ¿qué es un producto derivado? ¿Es una simple función matemática? ¿Es una transformación de otro producto? ¿Es un producto que trae su origen de otro?

En primer lugar se trata de productos con la característica de estar, en el ámbito contable, fuera del balance; a diferencia de los productos clásicos del mercado, pueden ser calificados como parte del activo, del pasivo o impactar la cuenta resultado<sup>12</sup>. Además pueden vincular las dos partes a nivel recíproco, o simplemente una a la otra.

Desde un punto de vista matemático existe el producto derivado como el activo de referencia sobre el cual se calcula su función de origen. Su precio siempre es el resultado de un cálculo más o menos complejo, donde el valor del activo de referencia es predominante.

Estas caras diferentes nos permiten acercarnos a la definición, pero nos enfrentamos a otro problema cuando nos preguntamos si la definición de producto derivado es dinámica, es decir, ¿evoluciona con el tiempo? Al principio los cambistas consideraban un cambio a plazo (combinación del cambio efectivo y de tipo de interés) como producto derivado, pero hoy en día estas operaciones forman parte de la masa de las operaciones comunes del mercado.

¿Qué entendemos hoy por productos derivados? Podemos clasificarlos en dos categorías: aquella donde las partes contratantes tienen una obligación respecto a la otra parte y aquélla donde la obligación recae solamente sobre una parte, teniendo la otra la posibilidad de actuar o no.

En la primera categoría encontramos las “operaciones a plazo” sobre cambios y tipos, acciones e índices de bolsa, las materias primas y las operaciones cruzadas (Swaps).

En la segunda categoría encontramos las “opciones” sobre cualquier instrumento financiero.

---

<sup>12</sup> Ver par 3.1.2.8, la calificación contable dependerá de la utilización que se haga del contrato de Swap

Se trata, de operaciones fuera del balance, que pueden ser tratadas en mercados organizados o mercados “OTC”<sup>13</sup>, pero siempre hacen referencia a un activo relativo bien identificado.

Los productos derivados tratados en bolsa siguen unas reglas propias y todas las operaciones realizadas en la bolsa, es decir en los mercados organizados, llevan la adhesión a estas reglas (como los Futuros y opciones sobre índices, acciones, etc.). Del Art.59.2 LMV destaca la utilización del término “derivados”, ausente en el Art.2 de la propia Ley. El legislador español asume de este modo la existencia de una nueva categoría de instrumentos financieros a los que denomina derivados y la calificación como tal de los futuros y opciones.<sup>14</sup> Con la Ley 47/2007 de 19 de diciembre, la LMV altera el objeto, en el sentido de que en lugar de regular los mercados de valores, en la actualidad se ocupa de la regulación de los instrumentos financieros. Sin perjuicio de lo anterior, lo cierto es que, en la actualidad, además de la regulación de los mercados de valores, la LMV se ocupa también de otros sistemas de negociación de los instrumentos financieros. Este termino de “instrumento financiero” comprende, entre otros objetos, los valores mobiliarios...y todos contratos financieros cuyas prestaciones se conectan con la evolución de los precios no solo de los valores, sino de los intereses, de los créditos, o de otras variables, como puede ser el precio de materias primas, o de mercancías...<sup>15</sup>

“Podemos definirlos, en general, como aquellos instrumentos que permiten negocios jurídicos independientes, que utilizando como referencia el valor de mercado de otros instrumentos, persiguen cubrirse de los riesgos producidos por las variaciones de los mismos o de sus precios, instrumentando bien la compra o venta del denominado activo subyacente, bien un acuerdo de pago de la diferencia entre dos precios (el precio pactado en el contrato y el precio de liquidación a vencimiento)”.<sup>16</sup>

Una clasificación esencial es la que distingue, en función de su ámbito de negociación entre derivados negociados en mercados organizados u “over the counter” (OTC), pues operaciones de este tipo pueden instrumentarse también al margen de un

---

<sup>13</sup> “OTC”: Over the counter. Se definen productos “OTC” todos los productos derivados que no forman parte de los mercados organizados.

<sup>14</sup> Cuenca García, A.: *Los mercados secundarios oficiales de Futuros y Opciones en la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, pg 65

<sup>15</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol II, Aranzadi, Navarra, 2011, pgs 311, 312

<sup>16</sup> Cuenca García, A.: “El mercado de Futuros y Opciones sobre cítricos”, pg 7 [www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista\\_08/art2-rev8.pdf](http://www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista_08/art2-rev8.pdf)

mercado organizado, mediante contratos individualizados, no normalizados o estandarizados.<sup>17 18</sup>

Los mercados “OTC” no están sujetos a las mismas reglas y entonces es muy importante que las partes contratantes intercambien una documentación jurídica sólida, antes de comenzar a tratar en conjunto. Los organismos como la “ISDA” (International Swap and Derivatives Association) han realizado unos documentos muy detallados que gradualmente han constituido los estándares del mercado. La mayoría de estos productos tratados hoy “OTC” son representados por los Swaps.

La Ley del Mercado de Valores en su Art. 2b, comprende en su ámbito de aplicación a los Swaps con cualquier subyacente financiero aunque no se negocien en mercados secundarios o regulados.<sup>19 20</sup> En realidad estos instrumentos tendrán que adoptar un esquema o estructura contractual distinta, que ilustraremos a lo largo de este trabajo.

Solamente a fin de dar una idea de las dimensiones de este mercado, según las estadísticas de la “ISDA” ya a finales de 1997<sup>21</sup>, el volumen mundial de los Swaps (sobre tipos de interés y divisa) era en más de 700.000 millones de USD al año, hoy estos volúmenes se han multiplicado por 100.

Los Swaps representan uno de estos particulares instrumentos de nueva generación de productos financieros.

Vamos a analizar los Swaps mirando tres aspectos concretos: el primero se ocupa de identificar la función económica, los tipos y las formas de Swap, a través de un examen práctico de los productos; el segundo tiene como objetivo identificar el régimen jurídico y el tercero, la naturaleza jurídica de los Swaps, dar una definición, poner en evidencia los elementos característicos generales y como decía Antoine de Saint-Exupery: “Para ver claro basta con cambiar de dirección de la mirada”, entonces

---

<sup>17</sup> Cuenca García, A.: ob.cit., pg 71

<sup>18</sup> Cuenca García, A.: *Régimen Jurídico de las opciones sobre acciones en el mercado español de Opciones y Futuros*, Comares, Granada, 1999, pg 18

<sup>19</sup> Cuenca García, A.: *Los mercados secundarios oficiales de Futuros y Opciones en la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, pg 72

Hay que entender lo Swaps sometidos a la supervisión y control por parte de la CNMV, aunque no se realicen en el ámbito de un mercado secundario oficial.

<sup>20</sup> Cuñat Edo, V., Ballarín Hernández, R., *La Ley del Mercado de Valores*, 2ª ed, Aranzadi, Navarra, 2002, pg 125

<sup>21</sup> Del Barrio Tellado, M.J.: *Aspectos contables de las operaciones de permuta financiera y comercial: Swaps y Barter*, Aecae, Madrid, 1998, pg 27

acabaremos con una comparación de los principales contratos existentes en el Código Civil.

El primer aspecto se ocupará del tema con el fin de organizar un conjunto de principios más o menos ya existentes en el sistema y de realizar unas demostraciones. Examinaremos entonces los mecanismos de los Swaps en el ámbito económico y financiero. Intentaremos aislar cada uno de sus elementos y mostrar ejemplos de combinaciones posibles.

El segundo y tercer aspecto es el de llegar a dar una definición de Swap. Demostraremos que no se trata de un solo contrato, sino de una familia de contratos con características comunes. Mostraremos las peculiaridades jurídicas de estos contratos, antes de demostrar que la denominación que hasta ahora los consideraba como un simple intercambio no es correcta: ¿se trata de un contrato “sui generis”?





## PARTE PRIMERA: FUNCIÓN ECONÓMICA

El análisis de la noción de Swap es bastante difícil por la complejidad de la operación y por su continuo desarrollo. Es por eso que trataremos en este primer tramo de un análisis económico de los Swaps, al fin de poner de relieve la práctica, los elementos imprescindibles para una comprensión sintética de la transacción.

### 1. La economía de los Swaps

La aparición de los Swaps en el mercado financiero es relativamente reciente, pero en realidad los banqueros hablan de los Swaps desde hace mucho tiempo. La palabra Swap incluye una variedad de instrumentos financieros múltiples y varios, cuya naturaleza no es homogénea, y eso puede conducir a muchas equivocaciones.

La permuta o Swap es una de las figuras transaccionales más antiguas y elementales que, como fórmula contractual, se encuentra recogida ya en el ordenamiento romano, sin embargo, el origen de la permuta se remonta a épocas anteriores. Las primeras operaciones comerciales efectuadas por el hombre fueron operaciones de trueque en las que se intercambiaban unos bienes por otros.<sup>22</sup>

Pero con la implantación del dinero y la evolución del comercio fue perdiendo su importancia en favor de la compraventa, hasta el punto que la doctrina y las legislaciones posteriores, especialmente durante el periodo codificador, llegan a concebirla como un contrato derivado esta. Sin embargo, el desarrollo y evolución de la actividad económica en una sociedad en crisis, lejos de propiciar el abandono de este instituto, han dado lugar a figuras derivadas que han venido a satisfacer necesidades sociales y económicas.<sup>23</sup>

Se trata, en síntesis, de encontrar soluciones originales a problemas actuales. Los mercados han venido introduciendo nuevos procesos contractuales por mor de adaptarse a las nuevas pautas. Es lo que se denomina innovación comercial y financiera, y el desarrollo de múltiples técnicas operativas instrumentadas en nuevas operaciones utilizadas en los negocios.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> Del Barrio Tellado, M.J.: ob.cit., pg 23

<sup>23</sup> Vega Vega, J.A., *El contrato de Permuta Comercial (Barter)*, Editorial Reus, S.A., Madrid, 2011, pg 26

<sup>24</sup> Vega Vega, J.A., *El contrato de Permuta Comercial (Barter)*, Editorial Reus, S.A., Madrid, 2011, pg 26

La permuta de tipo financiero como tal, surge al principio de los años ochenta para atender a la necesidad de superar las compartimentaciones artificiales de los mercados (con consiguientes imperfecciones) y de aprovechar la existencia de necesidades financieras de los empresarios. Desaparecidos los cambios fijos entre las divisas establecidas en “Breton Woods”, que quedan sometidas a las fluctuaciones del mercado, con frecuencia los empresarios se encuentran con dificultades para obtener financiación en aquella divisa que realmente les interesa. Fórmula para obviar tal inconveniente puede consistir en cambiar o permutar su posición deudora en esa relación crediticia formalizada en una divisa dada con la que ostenta otro empresario endeudado en la divisa que interesa al primero, el cual a su vez está endeudado en la que conviene al segundo. De esta permuta financiera en divisas se pasa pronto a la permuta financiera sobre tipos de interés o sobre índices bursátiles o índices macroeconómicos o de materias primas.<sup>25</sup>

Para intentar aclarar la cuestión nos centraremos en un estudio de los Swaps modernos. Analizaremos las multitudines formas de transacción, las clasificaremos y explicaremos el mecanismo de funcionamiento de cada una de las grandes categorías.

### **1.1. Las modernas formas de los Swaps**

Al inicio de los años setenta y ochenta, el caos monetario internacional y la inestabilidad del sistema financiero fueron los factores de desarrollo de los Swaps modernos, medio de transferencia de los riesgos financieros. Los Swaps encuentran su origen en dos técnicas primitivas que han tenido gran éxito durante este periodo: los préstamos paralelos y los préstamos adosados. Aclararemos estas dos técnicas (1.1.1.) antes de exponer una primera identificación de los Swaps (1.1.2).

#### **1.1.1. Los orígenes de los Swaps**

El primer paso importante hacia la protección contra las incertidumbres de los sistemas financieros, ha sido la decisión del gobierno británico de introducir una draconiana reglamentación de los cambios. Esta reglamentación comportaba un mecanismo de restricción de acceso a las divisas externas, en particular al dólar, con algo que los británicos llamaban el “dólar premium”, es decir, el premio sobre el dólar.

---

<sup>25</sup> Vega Vega, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002, pg 17

El fin perseguido era desincentivar las inversiones realizadas en el extranjero por los residentes británicos, imponiendo una tasa sobre todos estos tipos de inversiones. Por ejemplo, una empresa inglesa que quería invertir 1.000.000 GBP sobre el mercado de capitales americano debía comprar los dólares necesarios vendiendo sus GBP en el mercado de dólares con un premio. Todo eso le comportaba un incremento del coste de la inversión hasta un 20% de más. Eso significaba que la inversión considerada podía llegar a costar 1.200.000 GBP. En el momento de la venta, solamente el 75% se podía convertir en GBP en el mercado de dólares con premio; el 25% restante se cambiaba en el mercado spot, es decir, en un tipo libre USD/GBP. El hecho de pagar más al inicio y de perder el 25% del importe como premio al momento de la venta, eran motivos suficientes para desanimar a los inversores. Para evitar este mecanismo han llegado dos soluciones: los préstamos paralelos y los préstamos adosados.

#### **1.1.1.1. Los préstamos paralelos**

El primer sistema para evitar los mercados a premio era contratar el préstamo directamente con el extranjero. Los préstamos paralelos se han desarrollado sucesivamente a esta observación, con el apoyo de los bancos como consejo, intermediario o gestor. Los bancos de inversión y los bancos de depósitos londinenses fueron los primeros en interesarse en este tipo de transacciones en los años setenta. Los bancos de depósito americanos entendieron un poco más tarde el interés de esta técnica y los beneficios que podía dar en una época donde la actividad tradicional del crédito era siempre menos remuneradora. Los primeros préstamos paralelos han sido activados por bancos de negocios como Phillips & Drew, Casenove, Kleinwort, Benson y Mill Samuel.<sup>26</sup>

Un préstamo paralelo es una transacción efectuada entre dos partes (generalmente multinacionales) que tienen situaciones financieras exactamente opuestas y pactan recíprocamente unos préstamos del mismo importe, en divisas diferentes y con idénticos vencimientos. Cada préstamo está condicionado por el otro, y puede ser acordado por más personas jurídicas diferentes. Normalmente los préstamos son estipulados por las filiales de los grupos que se encuentran en los países de los contrayentes.

---

<sup>26</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and Interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1988, pg 3

Por ejemplo, si un grupo americano tiene una filial en España y el conjunto del grupo tiene un exceso de tesorería en dólares y necesita Euros para invertir en España, y, de la otra parte, un grupo español que tiene el mismo problema pero al revés (exceso de euros y falta de dólares para invertir en Estados Unidos) y, además este último dispone de ventajas para conseguir préstamos en Euros a tipos interesantes. El préstamo paralelo permite satisfacer las necesidades financieras de ambos grupos. Si sus necesidades son de 1 millón de dólares, la sociedad madre americana presta esta cantidad a la filial americana del grupo español, y lo mismo hace la sociedad madre española que presta a la filial del grupo americano el correspondiente de 1 millón de dólares al tipo del día de la conclusión del acuerdo.

Los intereses de cada préstamo se pagan con la misma periodicidad y muchas veces tienen los mismos vencimientos. Al plazo del préstamo, el esquema anteriormente descrito se pone al revés: la filial española del grupo americano reembolsa a la matriz española el contravalor de 1 millón de dólares en Euros, mientras que la filial americana del grupo español devuelve el millón de dólares a la matriz americana.

Tal y como está descrito, en su versión más simple, el préstamo paralelo es un edificio rígido. Supone que dos grupos se encuentren en una situación financiera simétrica, que tengan la necesidad en el mismo momento y que puedan satisfacerla con una fuente de financiación similar en características, importes y duración.

Los préstamos paralelos pueden integrarse también en una operación de financiación más genérica de cada grupo y contribuir, en parte, a la reducción del coste de la financiación o a una mejora para el acceso a divisas que no se obtienen fácilmente.

Además, las cláusulas de reembolso anticipado a veces se negocian para atenuar esta rigidez, pero así se modifica el equilibrio de las prestaciones y eso disminuye la seguridad de la transacción. El reembolso anticipado de una de las partes se traduce en la existencia de un préstamo sin garantías para el beneficiario de la otra parte. Para reequilibrar la operación, las cláusulas de reembolso anticipando deben ser evaluadas respecto a las garantías dadas por las sociedades madres, en particular por la sociedad beneficiaria del reembolso y de su riesgo de crédito.

Los préstamos paralelos normalmente duraban de 5 a 10 años. Los préstamos de 10 años o más son bastante raros, porque implican un riesgo de crédito muy alto.

Los tipos de interés son casi siempre tipos fijos, correspondientes a los tipos del mercado del día de la firma del acuerdo para las divisas consideradas. La incertidumbre respecto a la evolución de los tipos en cada país puede ser reducida gracias a la

introducción de los contratos con una cláusula de indexación. Este tipo de cláusula es idéntica a la que encontramos en los préstamos a tipo variable.

Los participantes en un contrato de préstamos paralelos tienen que considerar dos riesgos fundamentales: el riesgo de crédito, es decir, la imposibilidad de que se les devuelva el crédito, y el riesgo de cambio, que es vinculado a la evolución de los precios en el mercado. El riesgo de crédito se “formaliza” en las condiciones de los reembolsos recíprocos, “the right of set off clause”. Si una de las partes ya no asegura el reembolso del préstamo, la otra queda desvinculada de su obligación contractual recíproca de reembolso al otro préstamo.

Las partes pueden protegerse del riesgo de cambio mediante la introducción de una cláusula de reglaje, “topping up clause”, donde aceptan proveerse recíprocamente de las divisas para compensar la evolución de los tipos de cambios avanzados suplementarios o de los reembolsos sobre uno de los préstamos, a partir del momento en que la variación de los tipos de cambio supera un determinado margen, o bien cuando los tipos alcanzan niveles predefinidos. En el ejemplo puesto anteriormente, una cláusula de reglaje permitiría prever el préstamo de Euros (EUR) suplementares de parte de la sociedad madre española a la filial de la sociedad americana localizada en España si el dólar se apreciara en el mercado constante de más de 0.20 EUR respecto al tipo de cambio anterior; la sociedad madre española tendría entonces que otorgar un préstamo suplementario (es decir, un 20% más) presuponiendo además un cambio anterior de 1:1, que ahora será 1:0.80 EUR. Al contrario, en caso de deprecio del dólar respecto al Euro, si el tipo de cambio pasara a 1 EUR: 1.20 USD, la misma cláusula supondría un reembolso de la filial de la sociedad americana a la sociedad madre española.

#### **1.1.1.2. Los préstamos adosados**

Los préstamos adosados consisten en dos préstamos separados que se condicionan recíprocamente entre dos entidades. La situación es más sencilla que en el caso de los préstamos paralelos, en la medida en que dos sociedades solamente estén implicadas en la transacción y que los acreedores sean a la vez beneficiarios de los préstamos. Para ilustrar esta transacción podemos reconsiderar las dos matizes: una española y la otra americana. La matiz española presta a la matiz americana 1 millón de euros y, en cambio, la sociedad americana presta 1.2 millón de dólares a la sociedad

española<sup>27</sup>. Las filiales no se toman en cuenta en este tipo de acuerdo. Las sociedades madres luego estarán libres de reutilizar las divisas que han conseguido para beneficiar a sus filiales, por su cuenta y para todas las demás operaciones.

Los tipos de interés de los préstamos son los del mercado para cada divisa considerada. La duración de estas transacciones suele ser de 10 años de media, aunque puede ser más corta. Tal vez puede ser más larga a causa de los riesgos de crédito vinculados a la operación. Las mismas cláusulas de reembolso anticipado, de indexación de los tipos de interés, de reglaje en función de la evolución de los tipos de cambio, pueden ser incorporadas en el contrato.

Los préstamos adosados, no tienen los mismos objetivos que los préstamos paralelos porque no permiten eludir los reglamentos sobre cambios, no obstante, constituyen un medio eficaz de protección contra los riesgos de cambio al momento de la realización de las operaciones comerciales o industriales internacionales. Esto es el elemento que explica la necesidad y el éxito de los préstamos adosados que representan indudablemente un nuevo paso en la gestión de la tesorería de las empresas. Los préstamos paralelos tienen por objeto la facilitación del acceso a unas divisas indisponibles; de la satisfacción de las necesidades primarias de financiación se pasa a la mejora del coste y a la seguridad de los recursos existentes.

Desde el punto de vista de la circulación de los flujos financieros y no de la técnica y de la calificación jurídica, el préstamo adosado se puede analizar como dos préstamos recíprocos reembolsables al vencimiento, pero también como una venta a plazo de euros efectuada por la sociedad americana contra unos dólares al contado, como una venta a plazo de dólares de una sociedad española contra euros al contado o también como un intercambio inicial de un mismo importe de divisas diferentes seguido por un intercambio de tales divisas al vencimiento.

Existen varias explicaciones financieras del proceso, y todas coherentes. Lo que diferencia cada una de las interpretaciones resaltadas es la calificación jurídica del contrato que regla la operación: contratos adosados, doble contrato de venta a plazo, contrato de intercambio. Hay que evidenciar el aspecto innovador del préstamo adosado, que establece una nueva técnica financiera y una nueva idea de regulación de los flujos financieros, permitiendo cubrirse respecto a las variaciones de los tipos de cambio. El principio financiero elaborado en los préstamos adosados siempre es lo mismo, sólo cambian las modalidades jurídicas relativas a las relaciones entre las partes.

---

<sup>27</sup> Tomamos como referencia el tipo de cambio contado EUR/USD a 1: 1.20

A la luz de esta interpretación, parece evidente que estos préstamos (sean los paralelos o los adosados son el origen de los Swaps. Los primeros nos dan la idea (que podría ser interesante) de aprovechar el acceso a un mercado cerrado para obtener financiaciones que no se pueden conseguir de otra manera; los segundos nos recuerdan que se puede reducir el coste y reforzar la seguridad de una financiación (respecto al riesgo de cambios pero no respecto al riesgo de crédito) aprovechando las ventajas del otro sobre un mercado determinado y haciendo esta financiación externa equivalente a una financiación doméstica. Estos dos principios financieros llevarán a la elaboración de los Swaps, en cuanto los préstamos paralelos y los adosados, son satisfactorios para los financieros pero no los son para los juristas.

Como ya hemos apuntado anteriormente, la diferencia entre las técnicas que hemos explicado no es el principio financiero, sino la forma jurídica del contrato relativo a la operación. En las operaciones de préstamos paralelos y en las de los adosados, hay dos contratos distintos, aunque se presentan materialmente en un mismo documento, conllevan una serie de derechos y obligaciones distintos. El préstamo paralelo añade unas dificultades suplementarias a la redacción, en cuanto a que los que dan el préstamo y los beneficiarios no son los mismos sujetos. La redacción de tales contratos es particularmente laboriosa y compleja para asegurar a cada parte la mejor protección, aportar unas garantías de las sociedades madres a los reembolsos a efectuar por unas filiales (préstamos paralelos), asegurar las obligaciones recíprocas, prever las modalidades de los reembolsos anticipados y organizar la conclusión del contrato.<sup>28</sup> Eso implica un análisis atento del derecho de las garantías y de sus efectos y supone la redacción de numerosos documentos adjuntos al contrato. El coste del trabajo de la preparación de tales contratos comportaban unas desventajas siempre crecientes y la situación se complicaba cada vez más a causa de la competencia entre los intermediarios.

Los Swaps solucionaron todos los inconvenientes que se estaban creando, simplificando el aspecto material de la transacción y aportando mayor elasticidad al medio financiero.

### **1.1.2. La necesidad de los Swaps**

---

<sup>28</sup> Cunningham, D.P.: "Interest rate and currency Swaps", Corporate Law and Practice; Taylor, S.W.: "Currency Swaps and related transactions" TGI Nevers, 11 abril 1973, pg 248

Además del aspecto material simplificador, los Swaps satisfacen las necesidades de la reciente evolución de los mercados financieros, marcados por la “poca estabilidad de los tipos de interés y tipos de cambio”. La internacionalización de los mercados y la posibilidad técnica de intervenir en el mundo entero, han creado una actitud nueva en inversores, que buscan la financiación al mínimo coste, cualquiera que sea el mercado considerado. Estos fenómenos han contribuido a la búsqueda sistemática de las anomalías y consecuentemente de las posibilidades de arbitraje entre los diferentes mercados. Los Swaps están preparados para responder a todos los objetivos anteriormente descritos, han conocido un desarrollo importante que analizaremos, recordando cuales han sido los primeros Swaps modernos y sus características (1.2.1.1), luego daremos una idea de la importancia actual en el mercado (1.2.1.2).

#### **1.1.2.1. Los primeros Swaps modernos y sus características**

Según los operadores de los mercados financieros, <sup>29</sup> el primer Swap que podemos calificar moderno, diversamente de los Swaps hechos entre Bancos Centrales, fue el elaborado en agosto de 1976 entre Bos Kalis Westminster Group NV, un grupo holandés, aconsejado por la Continental Illinois Limited, First Interstate Ltd, e ICI Finance Ltd, sociedad inglesa, aconsejada por Goldman Sachs. La operación tenía por objeto florines holandeses y libras; el acuerdo preveía que los pagos podían ser compensados y se diferenciaban por eso de los préstamos adosados. Las modalidades de la transacción quedaron en secreto para asegurar a sus preparadores la exclusividad de los mercados. Es interesante notar que la introducción de este nuevo producto intervino justo después del primer volcado de los mercados financieros en 1974-1975, resultante de la primera crisis petrolífera. Las dificultades de los bancos instalados en Reino Unido en aquella época, entre los cuales muchos hubieran quebrado sin el sistema de solución denominado el “lifeboat” puesto en marcha por el banco de Inglaterra, han contribuido a la búsqueda de beneficios bajo el concepto de honorarios remuneradores del trabajo (know how) y no como operaciones sobre activos.

En abril de 1977, la Continental Illinois Ltd publicó una documentación sobre Swap de divisas USD/GPB por un importe de 25 millones de USD (Dólares

---

<sup>29</sup> Firth, D.C.: "Who made the first Swap?", Inside the Swap market, International Financing Review, Londres 1985; Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and Interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1988, pg 3



Americanos) de intercambio en 10 años, para la cuenta Consolidate Goldfields Ltd.<sup>30</sup> Casi en el mismo tiempo la Morgan Guaranty y el Banco Paribas preparaban un Swap de gran trascendencia para la cuenta del Gobierno de Venezuela, quien había acumulado liquidez en dólares con la venta de petróleo y quería transformar esta cantidad en francos franceses para satisfacer las obligaciones contractuales de pago previstas por la construcción del metro de Caracas.

El primer obstáculo en el desarrollo de los Swaps en esta época fue la falta de confianza del mundo financiero hacia este tipo de productos. El tratamiento fiscal y contable del producto no estaba claro, y algunos bancos desaconsejaban a sus clientes utilizar esta solución. Los principales autores en el origen del desarrollo de los Swaps fueron la Continental Illinois, Citibank, Morgan Stanley y Mill Samuel. Progresivamente otros bancos se añadieron al grupo, como el Salomon Brothers, Crédit Suisse, First Boston y Merrill Lynch.<sup>31</sup> La perspectiva de las ganancias sin riesgo para la preparación de las transacciones y la publicidad creciente alrededor de estos productos atrajo cada vez más participantes en el mercado.

Mientras que los primeros Swaps de divisas que hemos comentado reflejaban una voluntad de cobertura contra el riesgo de cambio, el primer Swap con una función de arbitraje apareció en 1979. En septiembre de ese mismo año, Roylease, una filial de Royal Bank of Canada, intentó recibir un préstamo de 38 millones de dólares canadienses a un tipo anual inferior a 11% y se dio cuenta de que esta financiación era imposible en el mercado de dólares US y en el canadiense. La única solución a este obstáculo era un préstamo de 60 millones de DM (Deutsche Mark) a un tipo anual del 6,75%. El importe fue “Swapeado” contra dólares US por un importe de 38 millones de dólares canadienses y el saldo fue objeto de un mecanismo de cobertura contra las variaciones del cambio.

A estos Swaps de divisas hay que añadir los Swaps de tipos de interés, reconocidos por primera vez en junio de 1981. Banker Trust preparó un Swap en JPY (Yen Japonés) a tipo fijo contra USD a tipo variable entre Renault Holding SA y Renault Acceptance BV de un lado, y una empresa japonesa del otro. Los Swaps de tipos de interés tenían la ventaja de valorar uno de los aspectos más atractivos de estos productos, es decir la posibilidad de arbitraje sobre los mercados de capitales que ofrecían unas oportunidades de financiación más económicas que el crédito bancario.

---

<sup>30</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and Interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1988, pg 6

<sup>31</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 312

Los bancos se dieron cuenta de que se encontrarían en una situación cada vez menos competitiva si no consiguieran proponer a sus clientes unas operaciones de Swap.

No obstante, la instalación definitiva de los Swaps y su reconocimiento como instrumento financiero, así como en las técnicas de intervención en los mercados de capitales se produjo en agosto de 1981, con la publicación de una documentación concerniente a los Swaps CHF (francos suizos) - DM/USD entre IBM y el Banco Mundial, cuyo objeto era un importe equivalente a 290 millones de dólares y organizado por la Salomón Brothers. La operación tuvo tal éxito que el Banco Mundial la renovó el mes siguiente, por un importe de 330 millones de USD, con un grupo de bancos constituido por la Morgan Guaranty, Paribas y la Chase Manhattan. Estos Swaps han sido el corazón de las discusiones de todos los financieros que han entendido rápidamente la lección. Un periódico financiero los definía como “acuerdo del año 1981”, por excepcional creatividad.<sup>32</sup>

El Swap IBM – Banco Mundial - merece una explicación más detallada en cuanto a que incluye nuevos elementos característicos. De hecho el Banco Mundial debe tomar prestados en principio unos USD emitiendo obligaciones a largo plazo en el mercado de capitales americanos y en el euromercado. En lugar que Swappear sus dólares inmediatamente con una contraparte que aportaría otra divisa, el Banco Mundial cambia sus dólares en DM sobre el mercado de cambios al contado. En este momento de la operación, el Banco Mundial dispone de los activos emitidos en DM, pero tiene una deuda a largo plazo en USD. Es por eso que, simultáneamente, cubre su riesgo en USD entrando en un contrato de intercambio a plazo con una contraparte, en este caso IBM, que aportó los dólares necesarios para el reembolso de su préstamo obligacionario. A cambio de estos dólares, el Banco Mundial aportó a IBM un importe equivalente en DM. El Banco Mundial se encontraba entonces con una deuda en USD que debía cubrir, pero no disponía de activos en DM; IBM se encontraba en una situación simétrica, con una deuda a largo plazo en DM que quería cubrir con obligaciones en USD recientemente emitidas. Con el acuerdo de Swap, el Banco Mundial ha podido intercambiar (en el plan de la situación financiera y no en sentido jurídico, como denota un Park)<sup>33</sup> el cargo de reembolso correspondiente a su préstamo a largo plazo en USD contra el cargo de reembolso del préstamo en DM del IBM.

---

<sup>32</sup> Institutional Investor: "Swaping currencies with the World Bank", diciembre 1981, pgs 98-101

<sup>33</sup> Park, Y.S.: "Currency Swaps as a long-term international financing technique", Journal of International Business Studies, invierno 1984, pgs 46 y ss

Después de esta primera etapa, el Banco Mundial debe unos DM a IBM, mientras que IBM debe USD al Banco. Las dos divisas, de los dos préstamos serán rembolsadas en una misma fecha futura, consiguen que las dos partes limiten el riesgo de cambio y asuman, prácticamente, la obligación vinculada al préstamo de la otra parte. Lo que hay que entender es el motivo que impulsa a las partes a querer asumir absolutamente la posición de la otra.

Un “actor” internacional que coge en préstamo unos capitales a largo plazo debe comparar el coste real del préstamo, cuando tiene la posibilidad de intervenir en diferentes divisas. Este coste real depende no solamente del tipo de interés, sino también de las posibles variaciones de los cursos de la divisa respecto al curso del préstamo. Además el Banco Mundial, que coge en préstamo cada año unos importes de 7000 millones de USD, está obligado a diversificar sus recursos de financiación al fin de evitar unos fenómenos de saturación de los mercados, que podrían tener el efecto negativo de incrementar el mismo coste de sus deudas. El Swap entre IBM y el Banco Mundial debe ser analizado a la luz de esta evaluación del coste real de la deuda, es decir, no solo de la diferencia del tipo de interés entre el préstamo en USD y el préstamo en DM, pero también del deprecio potencial del USD respecto al DM. El tipo sobre el préstamo en DM era más bajo que el del préstamo en USD. La ventaja financiera para el Banco Mundial en los Swap con IBM se basa en la hipótesis de que el dólar no se depreciara fuera de un límite que compensaría el diferencial de los tipos.<sup>34</sup> IBM tiene intereses que explicarían su entrada en el Swap. Había cogido un préstamo en DM a principio de 1980, con un emisión a largo plazo. Como el dólar se había apreciado durante el año siguiente respecto al marco, estaba buscando un sistema para cubrirse contra los riesgos de cambio y garantizarse los beneficios del cambio realizados durante el primer año. Por otro lado IBM estaba conforme en aceptar el tipo de interés más elevado del préstamo en dólares como precio de su cobertura a largo plazo sobre el DM.

El beneficio sobre el cambio para IBM dependía de dos factores: la apreciación del dólar respecto al DM durante el periodo comprendido entre el préstamo inicial en DM de IBM y la fecha del Swap, algo que denominaremos el beneficio sobre el tipo de cambio, y la evolución de los tipos de interés a largo plazo para los préstamos en DM, que llamaremos útil sobre tipos de interés. El dólar habiéndose apreciado, y los tipos de interés habiendo incrementado igualmente, el valor actual de un préstamo en DM de un

---

<sup>34</sup> Para el cálculo de la depreciación que permite compensar la ventaja resultante del diferencial de los tipos, consultar Park Y.S., ob.cit. pg 49

importe equivalente al realizado por IBM el año anterior para un vencimiento idéntico es superior al recargo soportado por IBM. Eso significa que el préstamo en dólares realizado por el Banco Mundial para entrar en el Swap y cuyo valor actual es igual al del préstamo en DM según las nuevas condiciones del mercado, permite a IBM realizar completamente su beneficio de cambio. En teoría IBM habría podido realizar su beneficio de cambio de otra manera, cogiendo en préstamo dólares según las mismas características que las del préstamo del Banco Mundial y reembolsando su deuda inicial en DM. Tal operación de reestructuración de la deuda, aunque frecuente para los préstamos sobre una misma divisa, era nueva en cuanto tenía por objeto dos divisas y lo que más importa tiene dos desventajas: los contratos de préstamo a largo plazo preveían todos, unas penalizaciones: en caso de reembolso anticipado, disminuyendo en proporción según la aproximación al vencimiento. En el caso actual una operación así habría obligado a IBM a pagar tales penalizaciones, pero el Swap le evitaba todo eso. Además, IBM necesitaba DM al vencimiento de la operación y hubiera estado obligada a readquirir unos marcos, pagando una nueva comisión.

Desde el punto de vista de los flujos financieros, este Swap se puede calificar como una venta a plazo de DM del Banco Mundial a IBM contra unos USD, o como una venta a plazo de USD de IBM al Banco Mundial contra unos DM, o, también, como un préstamo adosado USD/DM entre el Banco Mundial e IBM. Todas estas interpretaciones son verdaderas, en términos financieros.

Una característica fundamental que diferencia el Swap de las otras técnicas: es que los importes de divisas provistas recíprocamente por las dos partes ya no son calculados a partir de un cambio a plazo cogido en el mercado de cada una de las divisas, sino que corresponde exactamente al vencimiento del reembolso del préstamo en dólares del Banco Mundial, por un lado, y del préstamo inicial en DM de IBM, por el otro. Estos importes representan los intereses y los reembolsos en capital previstos al vencimiento de los préstamos. Así los importes transferidos en los contratos de Swap no son definidos por el mercado sino por el servicio de la deuda. Se puede decir, de alguna manera, que cada parte del contrato de Swap carga financieramente la deuda de la otra, quedando siempre responsable jurídicamente de su deuda original. Es una de las razones por las cuales el Banco Mundial no acepta entrar en Swap con unas empresas que no sean por lo menos clasificadas AAA<sup>35</sup>, por el riesgo de crédito. El Swap también se

---

<sup>35</sup> Es un sistema de rating establecido según S&P, el AAA es el máximo rating: hay menor riesgo de impago de la empresa.

diferencia de los préstamos paralelos o de los préstamos adosados en el supuesto de impago de una de las partes, en este caso no puede existir extinción de la obligación contractual ya que los préstamos no son recíprocos sino realizados frente a terceros y siempre tienen su efecto obligatorio.

Por último el Swap aporta una última serie de ventajas. Los tipos de los préstamos consentidos por el Banco Mundial están vinculados al coste medio ponderado de todos los préstamos sobre todas las divisas consideradas. Este tipo era del 9.1% durante los primeros seis meses de 1981, pero pasó a 10.6% en julio y a 11.6% en septiembre de 1981. Desde 1981 el Banco Mundial cogía en préstamo la mayoría de sus fondos en DM, CHF y JPY. Los tipos de interés en estos mercados eran muy inferiores a los existentes en el mercado de capitales americanos. El Banco Mundial aprovechaba estos tipos bajos y la apreciación constante del dólar para proveer a sus acreedores unas financiaciones a tipo bajo. Para mantener estos tipos, el Banco Mundial deseaba coger en préstamo sobre los mercados de estas divisas, pero el volumen creciente de sus intervenciones en los años anteriores hizo que las nuevas emisiones de préstamos obligacionarios hubieran saturado el mercado. La técnica del Swap permite superar este obstáculo, dando la posibilidad al Banco Mundial de seguir encontrando financiaciones en estas divisas para los tipos existentes sobre estos mercados, pero obteniendo préstamos de manera indirecta y evitando todos los riesgos de saturación.

Es importante notar que el Swap ofrece una gran economía en relación a la cobertura de los riesgos de cambios a largo plazo. De hecho, si la cobertura a corto plazo es una operación clásica y poco costosa sobre los mercados de cambios, la cobertura a largo plazo tampoco es de fácil realización ni siquiera para las multinacionales. En el caso de emisiones obligacionarias a largo plazo emitidas en divisas extranjeras, aunque se tratase de una suma importante, el emisor no tenía hasta entonces ningún medio para cubrir su riesgo de cambio a precios aceptables. El Swap es un instrumento que satisface esta necesidad.

Resumiremos las ventajas de este Swap recordando que ha permitido al Banco Mundial reducir el coste real de sus préstamos, interviniendo en mercados más interesantes sin riesgo de saturación; que, por otro lado, ha permitido a IBM realizar coberturas sobre tipos de cambios y sobre tipos de interés procedentes de su préstamo inicial en DM.

Los Swaps de tipos de interés asumieron desde aquel momento la característica de instrumento para el gran público, con Deutsche Bank que puso a punto un Swap de

tipos de interés sobre un préstamo a 7 años de 300 millones de USD a tipo fijo de 14.5%. Deutsche Bank así como Credit Suisse First Boston y Merrill Lynch, hacían de contraparte por el tipo variable indexado sobre el LIBOR.

Han hecho falta seis años para que los Swaps obtuvieran la credibilidad y la confianza para ser considerados un instrumento financiero conocido y difuso. Las etapas de innovación han sido lentas y sucesivas en cuanto tenían por objeto unas transacciones de gran importancia donde el derecho al error estaba prohibido. Hay que evidenciar que el rol insustituible de los grandes nombres de la financiación mundial como IBM, Renault, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomón Brothers, Morgan Guaranty, Paribas, han contribuido a tranquilizar a los observadores y a implantar a los Swaps un sello de calidad y una publicidad sin los cuales nunca habrían podido expandirse.

#### **1.1.2.2. El mercado de los Swaps en la actualidad**

El mercado de los Swaps existe desde hace varios años, al final de 1982 los Swaps representaban un total de 3000 millones de dólares. Los que pedían tipos variables eran generalmente los bancos europeos teniendo un bajo riesgo de crédito. Los que pedían tipos fijos eran las empresas americanas clasificadas con bajo "rating". Gracias a los Swaps, los bancos europeos llegaron a proveerse de fondos a tipo variable inferior de 200 puntos por encima del LIBOR. Los preparadores de la transacción recibían unos 50-75 puntos de comisión.

Durante el año 1983, el mercado progresó y los Swaps se volvieron corrientes en el mercado internacional, fueron introducidos en el mercado doméstico en particular en los Estados Unidos.<sup>36</sup> Los bancos regionales y las compañías de seguro se volvieron demandantes de tipo fijo, cogiendo por contraparte otras instituciones y en particular la Student Loan Marketing Association of the United States que buscaba tipos variables. El corte mínimo de un Swap se redujo a 25 millones de USD y los Swaps no se veían solamente sobre nuevas emisiones de obligaciones. Los Swaps domésticos eran contratados sobre unos activos existentes, eso incentivó su utilización como herramientas de gestión corriente de activos de tesorería. Por la importancia de los acuerdos entre los americanos, el tipo de Certificados del Estado americano se volvió un

---

<sup>36</sup> Bank for International Settlements: "Recent innovations in international banking", abril 1986, pg 42

índice corriente de referencia para los tipos variables. El importe del mercado al final de 1983 se estimaba en 20.000 millones de USD.

La actividad creció enormemente en 1984 y 1985. Los grandes bancos americanos e ingleses consiguieron organizar un verdadero mercado similar a los existentes por otros instrumentos financieros, aceptando pedidos Swaps cuando aún no habían encontrado unas contrapartes simétricas. Desarrollaron técnicas de cobertura sobre posiciones de Swap abiertas permitiendo a un nuevo inversor que pueda cerrar la posición, algo que contribuyó a mejorar la liquidez del mercado. Las sociedades inmobiliarias, las sociedades de crédito introdujeron en el mercado una fuerte demanda de tipos fijos completando de tal manera la gran demanda de tipos variables de los organismos que recogen ahorros. Los acuerdos de Swap se redujeron en unidades más pequeñas (hasta 1 millón de dólares) y de menor duración, tanto que aumentó su frecuencia. La competencia permitió reducir las comisiones a 10-25 puntos básicos<sup>37</sup> y tal vez menos. La mayoría de los Swaps se contratan entre un demandante y un intermediario y ya no directamente entre dos entidades con posiciones simétricas.

En 1985, el vínculo entre los Swaps y las emisiones de obligaciones parecía atenuarse. El 50% de las emisiones en USD a tipo fijo y el 25% de las emisiones en divisas diferentes del dólar parecían vinculadas a una operación de Swap. Los fondos a tipo fijo, venían siempre más de otras fuentes como los certificados de depósito para los bancos, las emisiones anteriormente realizadas para las empresas o activos a tipo fijo preexistentes.

Hoy en día el volumen de los Swaps es difícil de estimar, se mide según los importes de los pagos a realizar. Según Euromoney en 2011 eran más de 20.000.000 millones de dólares para los Swaps de tipos de interés,<sup>38</sup> y más de 50.000.000 millones de dólares para los otros.<sup>39</sup> El mercado está esencialmente concentrado en las plazas de Nueva York y Londres, pero tienen importancia también Tokio y Singapur. Los Swaps de divisas representan alrededor de 80.000.000 millones de dólares<sup>40</sup> y están teniendo un desarrollo muy rápido. El mercado de los Swaps de divisas se centra principalmente en Europa y en Japón.

---

<sup>37</sup> 1 punto básico es igual a 0.01%

<sup>38</sup> Bank of International Settlements, ob.cit., pg 43

<sup>39</sup> Bicksler, J. Chen A.M.: "An economic analysis of interest rate Swaps", The Journal of Finance, julio 1996, pgs 645 y ss

<sup>40</sup> Euromoney: "Innovation in the International capital markets", Supplement to the Euromoney Publications, febrero 2011, pg 99

El mercado de los Swaps de tipos de interés es el mejor organizado: hay un gran número de actores que tiene roles distintos y complementarios, encontramos el mercado primario y el mercado secundario y la liquidez es suficiente tanto en el primero como en el segundo para que los operadores puedan negociar sus posiciones en Swap. Analizaremos alternativamente el mercado primario y secundario. El mercado primario se puede dividir en dos escalones según la fuente de financiación del Swap: sea de fondos bancarios o provenientes de instrumentos financieros de cobertura (certificados de depósito, contratos a plazo), sea del mercado de valores mobiliarios, en particular el mercado de las obligaciones. El primer escalón se constituye por los Swaps a corto plazo (hasta los 3 años) cuya proveniencia es interbancaria. Los bancos son sea demandantes que oferentes de tipos variables y fijos, según la estructura de su deuda en el momento de su intervención, y según su acceso al mercado de Londres de certificados de depósito y de su actividad sobre los mercados de los futuros. Este segmento de mercado, que es extremadamente volátil está reservado a operadores con experiencia y prudencia.

El desarrollo del mercado secundario de los Swaps a corto plazo ha reducido el riesgo del mercado primario. Este desarrollo del segundo mercado es principalmente debido a la utilización de los futuros para crear la contrapartida al Swap. La necesidad suplementaria de modificar rápidamente su posición para maximizar los beneficios y asumir la cobertura ha mejorado notablemente la liquidez de este escalón. Esta liquidez es al mismo tiempo la seguridad de encontrar unos Swaps a un curso interesante, algo que contribuye a atraer numerosos inversores.

El segundo escalón está constituido por los Swaps a largo plazo que se basa esencialmente en la emisión de obligaciones. Hay que observar que el desarrollo de los Swaps ha contribuido notablemente al desarrollo del mercado de los euros obligaciones en los años 80, atrayendo emisores cuya única motivación residía en la ulterior posibilidad de realizar el Swap. La importancia de las emisiones y la abundancia de las entidades que desean obligarse en el mercado para luego Swapear su financiación a tipo fijo en financiación a tipo variable, la mayoría de los operadores practicaron unos Swaps sin contrapartida, es decir, sin haber encontrado demandantes de tipo fijo. Esta actividad de “warehousing” está cubierta por la compra de títulos del Estado americano o por futuros.

El operador de Swaps tiene un riesgo de reparto correspondiente a la diferencia entre las modalidades previstas en el Swap concluido y las necesidades de eventuales



demandantes de tipo fijo que intentará buscar sucesivamente. La relativa estabilidad de la demanda y de la oferta ha permitido al mercado funcionar relativamente bien sobre esta base, existiendo periodos tensos a causa de un exceso de oferta. Los operadores tienden a conservar el inventario con las posiciones de Swap con diferentes vencimientos para evitar este riesgo, proponiendo una solución por cualquier vencimiento predeterminado, a un eventual cliente a tipo fijo. La clave del éxito para los operadores de este segmento de mercado consiste en intentar aprovechar la oportunidad de las mejores emisiones de obligaciones y ceder sucesivamente la posición abierta del Swap a un demandante a tipo fijo. El mercado será más eficiente y los márgenes de beneficio para los operadores son siempre menores. Por eso, cada vez más, los operadores intentan buscar la contraparte del Swap, a partir del momento en que crean la transacción, con el fin de evitar el rol del intermediario.<sup>41</sup>

El mercado secundario de los Swaps de tipos de interés a largo plazo se basa en el oportunismo de los interventores. Cuando los tipos de interés flotan, uno de los contrayentes puede darse cuenta de que podría beneficiarse saliendo del Swap sea anulando su efecto, estipulando un Swap simétrico, siendo anulando el Swap inicial mediante un pago inmediato. Con las variaciones importantes de los tipos de interés a partir del momento de la aparición de los Swaps, el mercado secundario ha conocido un crecimiento espectacular. Algunos creen que son el 25% el número de los Swaps que han sido objeto de una segunda transacción.<sup>42</sup> Aún así diferentes factores limitan este crecimiento. La mayoría de los bancos que han operado en Swap con emisiones obligacionarias lo han hecho para obtener una financiación a largo plazo a tipo variable permitiendo asegurarles su oferta de préstamos a tipo variable; no tienen entonces ninguna razón de volcar los Swaps. Además, la mayoría de los intermediarios rechazan recuperar los Swaps que no han construido para sus clientes y la única solución disponible es hacer un Swap simétrico que crea unos problemas de financiación, obliga a un nuevo crédito e incrementa el riesgo de crédito de la operación.<sup>43</sup>

El mercado de los Swaps de divisas representa el escalón más antiguo y también el más creativo, y por eso el más interesante por analizar. Aunque actualmente tiene menor volumen que el sector de los Swaps sobre tipos de interés, presenta unas

---

<sup>41</sup> Euromoney Publications, Supplement January 1886, ob.cit., pg 100

<sup>42</sup> Miller, G.: "Making a market in slightly used Swaps", Institutional Investor, noviembre 1984, pgs 66 y ss

<sup>43</sup> Miller, G., ob.cit., pg 103. Obviamente depende de las condiciones del Mercado y de los niveles de los tipos de interés y de las expectativas futuras sobre los mismos y por su volatilidad anual. Las cifras indicadas son exclusivamente a título de ejemplo para dar una idea de la proporción.

perspectivas de crecimiento superiores respecto a las del mercado de Swaps emitidos en dólares esencialmente por el desarrollo de los mercados locales y el relativo número de divisas existentes en el mundo.<sup>44</sup> Las actividades en los mercados de Swaps de divisas demuestran que hay un mercado primario y uno secundario.

El mercado primario responde a la voluntad de las grandes instituciones de financiar sus enormes necesidades sin saturar el mercado sobre las cuales podrían intervenir obteniendo así mejores oportunidades de costes que las obtenidas sobre los mercados extranjeros. La reestructuración de la deuda y el deseo de cobertura son los segundos objetivos buscados en este sector. Cualquiera que sea la voluntad relativa a la entrada en los Swaps, la existencia de un Swap de divisas queda siempre sobre la descubierta de una fuente de fondos menos onerosa que en el mercado financiero de cualquier parte del mundo. Así, la clave del desarrollo de los Swaps de divisas se debe a la habilidad de descubrir estos nuevos sectores de financiación internacional. La consideración de este objetivo explica que la organización de los Swaps de divisas permite encontrar unos Swaps muy sencillos, y también los más complicados y sofisticados, que tienen por objeto múltiples fuentes, modalidades distintas, emisiones en divisas diferentes, provenientes de contrapartidas distintas, creando unos modelos comprensibles solo por matemáticos. El principio financiero es simple: hay que encontrar las contrapartidas en el momento justo y al precio justo, estén donde estén en el mundo; problema que se ha vuelto un clásico para el “investment banker”.

La intermediación es poco frecuente para los Swaps de divisas ya que es difícil para el intermediario cubrirse sobre la evolución de los tipos de interés en una divisa extranjera. Las divisas más tratadas son el USD, JPY, CHF, EUR, CAD y GBP. Las tres primeras son particularmente apreciadas en cuanto sus tipos de interés al momento son relativamente bajos respecto al coste que se puede obtener por ejemplo en el GBP, además el mercado es de acceso simple. Los Swaps de divisas pueden estar hechos en cualquier divisa entre ellos. Las otras divisas son objeto de Swaps que tienen tipos de interés más elevados y pueden ser considerados como unos soportes especulativos de estrategias de tesorería agresiva, hecha por unas sociedades que deberían, de todas maneras, pagar caro su financiación a tipo fijo. Es decir, el mercado primario permite a las empresas encontrar una fuente de financiación; los participantes en este mercado son de horizontes diferentes que en los mercados de Swap de tipos de interés emitidos en dólares, los bancos juegan un rol mínimo y va en provecho de las empresas

---

<sup>44</sup> Euromoney Publications, Suplement enero 1986, pg 101

multinacionales y de los organismos financieros internacionales. La toma de posición de parte de los operadores es rara y su rol está sobre todo en el saber gestionar las oportunidades y en encontrar las financiaciones.

El mercado secundario, como los Swaps de tipos de interés a largo plazo, se basa esencialmente sobre oportunidades ocasionales, parece aún así más desarrollado proporcionalmente al de los Swaps emitidos en dólares. Este fenómeno se explica simplemente por unas fuertes oscilaciones de dólar respecto a otras monedas que han llevado a muchos operadores de Swaps a salir de la transacción para aprovechar los útiles de cambio. El mercado secundario está marcado por la rapidez de las transacciones y los movimientos colectivos. Cuando una moneda se deprecia o aprecia notablemente, el Swap debe de ser volcado o parado rápidamente, en cuanto es necesario para garantizar la utilidad de la operación. Eso puede conducir a unos movimientos muy sensibles en los cuales muchos operadores sobre los Swaps quieren abandonar la propia posición, al mismo tiempo, provocando una caída de los tipos de interés en el mercado secundario respecto al mercado primario. Este fenómeno era visible cuando el CHF se depreció de manera significativa respecto al USD, provocando una caída de 0.75% de los tipos de interés. La toma de posición y el rol de intermediación son las más frecuentes por parte de los operadores en el mercado secundario, por el hecho de que los precios son a menudo más interesantes.

Para completar la visión del mercado de los Swaps, hace falta mencionar brevemente quiénes son sus operadores. Son unos bancos, que tiene el estatus de “investment banks”, es decir, bancos de negocios sea de los “commercial banks” o bancos de depósito. Los analistas del mercado retienen que son pocos los bancos que dominan el mercado: Salomón Brothers, Citibank, Deutsche Bank, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Calyon.

Hay dos visiones distintas de los Swaps en el mercado, hay dos verdaderas concepciones jurídico financieras de Swap que se oponen: la visión defensa por los “investment banks” hace del Swap un instrumento unitario y estandarizado, líquido y no intuitu personae, y la concepción de los “commercial banks” lo hace un contrato intuitu personae, difícilmente negociable y no estandarizado. Como nota Meter Bernard de la Morgan Guaranty:<sup>45</sup> “Un Swap secundario depende del acuerdo de las partes interesadas. No pienso que sus modalidades deben siempre ser negociadas. Creo que habrá un mercado secundario líquido, aunque los Swaps quedaran fundamentalmente

---

<sup>45</sup> Euromoney Publications, ob.cit., pg 203

diferentes de los valores mobiliarios”. Los “investment banks” se apoyan en la evolución de los Swaps que no puede tender hacia esta mobiliarización. Los “commercial banks” juzgan que el riesgo de crédito inherente a la operación impedirá tal evolución. Es por eso que unas propuestas han sido hechas para facilitar la negociabilidad de los Swaps limitando este riesgo de crédito: la primera sería atacar una garantía bancaria al Swap bajo forma de una letra de crédito. Pero sería sorprendente que los bancos de depósito dejen utilizar su balance para dar a los bancos de negocios de las ventajas en la competencia. La segunda idea es la de una cámara de compensación. Pero es difícil para los bancos comerciales aceptar una propuesta que favorecería la posición de los bancos de inversión.

Los Swaps más frecuentes son los Swaps de divisas y más en particular entre EUR y USD. Los Swaps de tipos de interés son menos frecuentes cuando la diferencia entre el tipo variable y el tipo fijo disminuye.

## **1.2. El mecanismo de los Swaps**

Los Swaps no se presentan bajo una forma única y simple, repetida uniformemente al indefinido. Son múltiples y diferentes y hacen coincidir la voluntad de las necesidades específicas de cada interviniente.

Puede ser concluido entre dos o más partes, para protegerse contra la evolución de los tipos de interés o de los tipos de cambio, servir como operaciones de cobertura, de arbitraje o de especulación, adaptarse a unos pasivos o activos relativos con características fijas o variables.

Esta diversidad rendiría el estudio imposible si intentáramos analizar separadamente cada contrato puesto a punto por los operadores. Adaptables, los Swaps no se pueden comprender todos en una única familia de contratos.

Nuestro trabajo consistirá en descomponer los elementos constitutivos comunes a estos contratos, como en química los científicos preceden el análisis de una materia nueva aislando los diversos componentes. Es a partir de la identificación de las moléculas cuando los químicos pueden sacar unas propiedades del conjunto. Demostraremos que los Swaps pueden reducirse a dos mecanismos de base simples a partir de los cuales todas las transacciones están constituidas.

Dos categorías de Swap, pueden ser distinguidas de manera evidente, bien por razones técnicas financieras bien por razones históricas, los Swaps de divisas y los Swaps de tipos de interés.

Los Swaps de tipos de interés comportan, entre las partes, una transferencia recíproca de la carga del pago de intereses diferentes, tipo fijo-tipo variable.

Él término Swap de divisas hace referencia habitualmente a una transacción en la cual todas las partes se proveen recíprocamente importes de divisas diferentes el primer día del contrato y se reembolsan estos importes durante todo el periodo de tiempo del acuerdo, según vencimientos predeterminados que reflejan el pago de los intereses y la amortización del capital.<sup>46</sup> Los tipos de interés en esta transacción serán considerados como fijos por una parte o por la otra. Los Swaps de divisas así descritas no deben en ningún caso ser confundidos con los Swaps entre los Bancos centrales para los cuales el solo capital de los importes de divisas recíprocamente entregadas son objeto de reembolsos, sin que haya transferencia del cargo de los intereses durante la duración del acuerdo. La palabra Swap sirve para cubrir indistintamente estos dos tipos de transacciones, aunque existan diferencias muy sensibles.

Ilustraremos las modernas formas de los denominados Swap de divisas, las que comportan una transferencia simultánea del cargo de los intereses. Este análisis será objeto de una primera parte (1.2.1.); y daremos alguna explicación sobre mecanismos de Swap de tipos de interés (1.2.2).

### **1.2.1. Los Swaps de divisas**

Una modalidad extendida de Swap es el conocido como Swap de divisas, que implica intercambios de pagos de principal e intereses de tipo fijo sobre un préstamo en una divisa, por pagos de principal e intereses de tipo fijo sobre otro préstamo.<sup>47</sup>

Ejemplo: el Swap de divisas como el de tipo de interés, puede estar motivado por ventajas comparativas. Supongamos que la empresa A y la B les ofrecen los siguientes tipos fijos de interés de USD y GBP.

---

<sup>46</sup> Bank for International Settlements: "Recent innovations in international banking", April 1986, Prepared by a Study Group established by the Central Banks of the Group of Ten Countries, pg 37

<sup>47</sup> Hull John, C.: *Options, Futures and Other Derivatives*, 5th edition, Toronto, Prentice Hall, 2003, pg 140

	USD	GBP
Empresa A	8%	12%
Empresa B	10%	11.60%

Las diferencias entre los tipos ofrecidos a A y B no son iguales. La empresa B paga un 2% más que la empresa A en el mercado de USD y sólo un 0.4% menos que la empresa A en el GBP. La empresa A tiene una ventaja comparativa en el mercado de USD mientras que la B lo tiene en el mercado de GBP. Supongamos que A quiere pedir prestadas GBP mientras B quiere pedir prestados USD. Esta sería una situación perfecta para un Swap de divisas. Las empresas A y B piden prestado en el mercado donde tienen ventaja comparativa; y utilizaran un Swap de divisas para transformar el préstamo de A en un préstamo en GBP y el préstamo de B en préstamo en USD. El beneficio global será de un  $2\% - 0.4\% = 1.6\%$ .

Un acuerdo de Swap de divisas necesita que el principal esté especificado en cada una de las dos divisas. Las cantidades de principal se intercambian al principio y al final de la vida del Swap. Se eligen para que sean aproximadamente iguales al tipo de cambio vigente al inicio de la vida del Swap. Imaginemos que los importes capitales son 15 millones de USD y 10 millones de GBP. La empresa A paga 15 millones de USD y recibe 10 millones de GBP, es decir, cada año durante la vida del contrato la empresa A recibe 1.20 millones de USD que es el 8% sobre 15 millones, y paga 1.10 millones de GBP que es el 11% sobre 10 millones, y al final paga 10 GBP y recibe 15 USD. De esta forma puede ser considerado insatisfactorio porque hay un riesgo de cambio, que para anularlo es suficiente que compre 10 000 000 GBP en el mercado a plazo durante la vida del Swap (obteniendo un beneficio de 210 000 USD que es el 1.4 % sobre 15 millones de USD y pierde 1% sobre 10 millones de GBP)<sup>48</sup>.

*Un Swap en divisas es un contrato financiero entre dos partes que desean intercambiar sus principales de igual cuantía y divisas distintas, por un periodo de tiempo acordado. Dichos principales están basados en préstamos obtenidos en los respectivos mercados y comportan el pago recíproco de los intereses que se devenguen. Al vencimiento, los principales son nuevamente intercambiados al precio de contado*

*del día inicial de la operación principal. Cada prestatario conserva ante su prestamista respectivo las obligaciones del préstamo inicial*<sup>49</sup>.

El Swap de divisas no es un método de endeudamiento, sino una forma de gestión de deuda y de fondos.

Sus orígenes pueden situarse a finales de 1970, ligados a la necesidad de dólares por parte de los inversores británicos en la zona Euro, y a la demanda de GBP en el Reino Unido.

- La primera operación denominada Swap fue el “Straight Currency Swap”, en este caso las empresas participantes no se prestan divisas entre sí; se venden montantes principales mediante un contrato de Swap, a un precio de contado (spot) del día inicial. El principal es revendido al vencimiento al valor del día inicial. En esta operación sólo se liquida por compensación el diferencial de intereses a sus vencimientos periódicos.
- El "Foreign Exchange Swap", que es también conocido como "Forex Swap", es un Swap independiente que ha sido diseñado para servir de apoyo a contratos futuros de cambio de divisa (forwards) por cubrir beneficios y cupones. Puede ser utilizado en combinación con otros Swaps tanto de divisas como de tipo de interés, para constituir operaciones más complejas.
- Los Swaps de divisas variable por variable (Floating to Floating currency Swap), permiten convertir el tipo variable de una deuda en otro tipo variable, transfiriendo las ventajas comparativas de un mercado a otro. Es un instrumento utilizado fundamentalmente por los centros bancarios internacionales de dinero que dominan el mercado.
- Dual currency Swap son utilizados durante emisiones de bonos en la que los cupones están denominados en una divisa y el montante principal en otra. Los dual currency Swaps están compuestos simplemente de contratos de intercambio de divisas para proteger la devolución de cupones en la moneda del montante principal. La primera operación de este tipo fue realizada en Suiza por Seditic. Actualmente, son muchos los préstamos duales de moneda que son combinados con Swaps de tipo de interés para generar un bajo coste de fondos a tipo variable.

---

<sup>49</sup> Costa I Ran, L., Font Vilalta, M.: *Divisas y riesgos de cambio*, ed. ESIC, Madrid, 1995, pg 35

- Los “Currency Option Swaps” tienen la principal característica de dar a la contraparte la oportunidad de esperar hasta que los tipos de contado en divisas sean favorables – este tema lo miraremos más en detalle cuando afrontemos el tema de las “Swaptions”-. También pueden aplicarse los nuevos tipos de intercambio a los montantes adicionales de la operación, para los que correspondería más la aplicación conceptual de una opción de Swap de tipo de interés que de moneda.
- Existen también los “Forwards” en divisas que corresponden a transacciones en los mercados “FX” para intercambio de divisas en una fecha recambiando nuevamente las mismas divisas en una fecha posterior. Son Swaps del mercado interbancario. En este aspecto son similares a los currency Swaps, pero se diferencia porque en un Swap de divisas la permuta inicial y el intercambio final se realizan al mismo tipo de spot del día inicial. En el “Forward” Swap existe una diferencia en los tipos por efecto del descuento o premio, motivado por el diferencial existente entre ambas divisas sobre dicho periodo.

Los Swaps de divisas como lo habíamos explicado anteriormente tienen origen en los préstamos paralelos y en los préstamos adosados.<sup>50</sup> Los flujos financieros provocados por los Swaps de divisas son exactamente idénticos a los de los préstamos adosados.<sup>51</sup> En cambio, el Swap está redactado como un contrato único y no como una operación doble que comporta unos derechos y unas obligaciones diferentes.<sup>52</sup> Algo que tiene la ventaja de crear cada pago de reembolso condicional al pago de la otra parte.<sup>53</sup> Además, los préstamos paralelos al tener la naturaleza jurídica de los préstamos tienen un trato contable que hace que se integre en el balance mientras que los Swaps pueden estar fuera del balance. En fin, mientras los préstamos paralelos implican un movimiento inicial recíproco de divisas, la estructura del Swap tal y como la hemos definido, puede ser considerablemente modificada de la supresión del intercambio inicial de divisas y ninguna transferencia del capital puede ser previsto.

Analizaremos estas diferentes formas de Swap de divisas explicando sucesivamente la estructura de los Swaps simples (1.2.1.1), de los Swaps sin

<sup>50</sup> Ver el análisis sobre los préstamos paralelos y adosados en el capítulo anterior.

<sup>51</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1984, pg 11

<sup>52</sup> Meyrier F.: "Les contrats d'échanges de devises e de taux d'intérêts (Swaps)", D.P.C.I, T.12, n°1, París, 1986, pg 13

Meyrier, F.: ob.cit., pgs 9 y ss

<sup>53</sup> Brown, J.T.: "Les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises (Swaps): analyse juridique et fiscale en droit anglais et en droit français", Journal de Droit des Affaires Internationales, n°3, 1985, pgs 298 y ss



transferencia inicial de divisas (1.2.1.2) y por último, de los Swaps sin transferencia del capital (1.2.1.3).

#### **1.2.1.1. Los Swaps de divisas simples ("Straighth Currency Swaps")**

En la forma originaria y simple de los Swaps de divisas, dos partes firman un acuerdo con el cual deciden, en un primer momento, proveerse recíprocamente de las diferentes divisas por un importe equivalente.<sup>54</sup> El importe está determinado en una de las divisas y el tipo de cambio efectivo al día de la firma del acuerdo es utilizado para determinar el importe correspondiente de la otra divisa. Una previsión de pagos está prevista para asegurar el reembolso en cuanto los Swaps acaben con una transferencia inversa de la inicial de divisas.<sup>55</sup> Estas previsiones comportan a la vez el pago del capital y de los intereses. Numerosas modalidades son entonces consideradas: o el pago invertido del capital puede realizarse en una sola vez al final del Swap, o puede hacerse a plazos durante toda su duración, algo que puede ser interesante cuando uno de los contrayentes financia su aportación en divisas con un préstamo estableciendo vencimientos particulares o el pago de los intereses puede dar lugar a ingresos separados o puede ser objeto de compensación donde una parte paga solamente el diferencial entre el tipo de interés de la divisa recibida y el tipo de la otra divisa.<sup>56</sup> El tipo de cambio entre las dos divisas para los pagos de reembolso se queda durante todo el periodo del acuerdo al tipo inicial, es decir al tipo de cambio constante en el día de la firma del acuerdo.

Para ilustrar esta definición, tomamos el ejemplo de una sociedad americana que tiene una filial en España que necesite EUR para un programa de inversión. Supongamos que al mismo tiempo haya una sociedad española con una filial en Estados Unidos que necesite de 1 millón de USD y con una tesorería en EUR excedente. Con un

---

<sup>54</sup> Antl, B.: "Parallel loans, Swaps and foreign exchange contracts", Euromoney Publications Special Financing Report, Londres, 1983, pgs 4 y ss

Aubry, C. y Rau C.F.: *Droit Civil français*, Librairies Techniques, 6a edición, París, 1980

Bankers Trust: "The international Swap market", Euromoney Publications Corporate Finance, septiembre 1985, pg 4, D.P.: "Interest Rate and Currency Swaps", Corporate Law and Practice, Course Handbook Series, n°505, 1986, pg 250

Watts, D.: "The structure and mechanics of interest rate and currency Swaps", International Financing Review, Londres, 1985, pg 20

Price, J.A.M., Keller, J., Neilson, M.: "Exchange of borrowings", Euromoney Publications, Special Financing Report, agosto 1984, pgs 121

<sup>55</sup> Mattout, J.P.: "Opération d'échange de taux d'intérêts et de devises", Revue de Banque, n°468, enero 1987, pg 25

<sup>56</sup> Euromoney "The way into any market", Euromoney Publications noviembre 1983, pg 64

tipo de cambio, por ejemplo, de 1 EUR = 1.20 USD el Swap permite satisfacer sus necesidades recíprocas de la siguiente manera: en un primer tiempo, la sociedad madre americana deja 1 millón de USD a la sociedad madre española que, a cambio, le da 833.333 EUR. La sociedad madre pasa entonces por una operación de crédito interno al grupo, para distribuir estas sumas a sus respectivas filiales que lo necesiten, o para utilizarlo de otra manera. Al cumplirse el vencimiento fijado en el contrato de Swap, se prevé un pago inverso, es decir, la sociedad madre española devuelve 1 millón de USD a la sociedad americana que, a su vez, le pagará 833.333 EUR. El pago de los intereses en nuestro ejemplo se realizará mediante compensación anual del tipo existente en el mercado español (europeo) y del tipo existente sobre el USD. Lo que significa que la sociedad americana pagará cada año a la sociedad española un importe del orden de 1% (en este ejemplo de 2003 el tipo del mercado europeo era aproximadamente superior de 1% al del dólar) de un millón de dólares.

Los tipos de interés estipulados entre las dos partes son totalmente libres: podrían ser nulos o iguales a fin de anularse en el momento de las compensaciones, pero representan generalmente los tipos existentes en cada centro financiero.

Los Swaps de divisas suelen ser unos instrumentos a medio o largo plazo de 5 a 10 años. Unas cláusulas de reembolsos anticipados pueden ser estipuladas en el contrato, pero evidencian, como en el caso de los préstamos adosados los problemas de riesgo de crédito. El riesgo de cambio puede ser también reducido con la introducción de las cláusulas de reglaje, idénticas a las estipuladas en los préstamos adosados.<sup>57</sup>

#### **1.2.1.2 Los Swaps de divisas sin transferencia inicial de capital**

En el ejemplo anterior, el Swap simple tiene doble interés financiero: lleva, inmediatamente, a cada parte a realizar unas operaciones de inversión o de posicionamiento, es decir, a ejercer una actividad económica en la divisa extranjera; y tiene otra ventaja, asegura la cobertura a cada parte de su riesgo de cambio sobre las divisas consideradas. Así, en el ejemplo, el tipo de cambio efectivo pasado en el vencimiento del contrato de Swap a 1 EUR = 1.30 USD. En el momento del reembolso, la sociedad española que ha invertido al principio 833.333 EUR, se encuentra con un cambio valorado en 769.230 EUR. Debe asumir una pérdida vinculada a la conversión

---

<sup>57</sup> Ver el análisis anterior sobre los préstamos back to back.

del EUR en su inversión. Esta pérdida se compensa con el beneficio del contrato de Swap que impone a la sociedad americana devolver 833.333 EUR.

Todavía no es evidente que las dos sociedades estén interesadas por la inversión en una actividad económica. Una de estas puede no necesitar inmediatamente de divisas extranjeras, si no desear cubrirse en plazo sobre la evolución de esta divisa, por ejemplo si existe un préstamo en curso emitido en esta divisa o se ha invertido en el mercado de los “Forwards” en esta divisa. Lo único que les interesa en el Swap de divisas es el pago del reembolso y no la transferencia inicial. Es por eso que han sido creados los Swaps de divisas sin intercambio inicial.<sup>58</sup> El importe de divisa necesaria para satisfacer la parte que necesite liquidez por su actividad económica se obtiene recurriendo al mercado de cambios.<sup>59</sup>

Volviendo al ejemplo anterior, supongamos que la sociedad española no esté interesada por la cobertura a plazo sobre el USD en cuanto ha prestado 1 millón de USD a uno de sus contrapartes en los Estados Unidos y no quiere ver reducido su beneficio en el momento del reembolso en caso de depreciación del USD respecto al EUR. Seguimos admitiendo la voluntad de la sociedad americana en obtener la liquidez en EUR para financiar las inversiones de su filial. En un primer momento la sociedad americana comprará al contado los 833.333 EUR que le hacen falta en el mercado de cambios. La operación se realiza el día de la entrada en vigor del acuerdo de Swap al tipo de  $1 \text{ EUR} = 1.20 \text{ USD}$  y presenta otra vez una compra de 1 millón de dólares por la sociedad madre americana. Puede entonces prestar a crédito en el grupo, los euros que pidan sus filiales.

En un segundo momento comienza la operación inversa de pago. La sociedad madre americana transfiere 833.333 EUR a la sociedad madre española que le ha dado 1 millón de USD.

La operación descrita puede ser fraccionada en una compra al contado de divisas, seguidas por una compra a plazo de EUR contra USD por parte de la sociedad española a la sociedad americana.<sup>60</sup> Un contrato de compra o de venta a plazo de divisas es un acuerdo mediante el cual una parte se obliga a comprar, o a vender a uno de sus contrayentes, en una fecha determinada en el futuro, un importe de divisas por un precio determinado en el día de la firma del acuerdo haciendo referencia al tipo de cambio

---

<sup>58</sup> Brown, J.T.: "Les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises (Swaps)", ob.cit., pg 297

<sup>59</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1984, pg 15

<sup>60</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1984, pg 11

efectivo.<sup>61</sup> Son utilizados en primer lugar por unas operaciones de cobertura del riesgo de cambio sobre una divisa predeterminada. Pueden prever una operación única o una serie de compras o ventas repartidas en más años.

Se podría pensar que esta operación no merece la clasificación como Swap, ya que se consigue fraccionarlo en dos operaciones conocidas, y no respeta el criterio propuesto en la introducción de esta parte, indicando que un Swap vierte sobre unos intereses. Dos particularidades demuestran que esta operación es más que una simple compra al contado seguida de una compra a plazo de divisas. La intención de las partes es en particular la de buscar una liquidez inmediata que es claramente satisfacer su objetivo de financiación y de cobertura simultáneos, y la operación se realiza sólo si las dos transacciones están vinculadas. Este tipo de transacción es objeto de un contrato único que describe la integridad de la operación. La diferencia es grande respecto a un simple contrato de compra a plazo, el cual no supone la existencia de una compra de divisas al contado. Esta compra inicial es un seguro suplementario para el contrayente de la disponibilidad de la divisa que le interese y le permite reducir el riesgo de crédito. En este sentido, la economía de la transacción muestra su particularidad que justifica la existencia de una terminología más específica, la del Swap.

Respecto al tipo de interés, la transferencia no aparece en primer plano en el ejemplo que hemos utilizado, aunque es implícita. La encontramos en la operación de compra a plazo de divisas que cierra el Swap. Los contratos a plazo no son gratuitos y comportan el pago de un “premio” que se basa fundamentalmente sobre el diferencial entre los tipos a plazo.<sup>62</sup>

Para volver al ejemplo propuesto, los importes de divisas en juego en los contratos a plazo, comprenden el pago del premio descrito aquí arriba. Este premio equivale a una cláusula que estipularía el pago de los tipos de interés existentes sobre el mercado del dólar o del euro y prevería el pago al vencimiento del acuerdo de Swap con un mecanismo de compensación. En el presente caso, considerando la hipótesis de que los tipos sobre el EUR son más elevados que los del USD, y de que la sociedad americana que recompra los dólares tendrá entonces que pagar el premio. El millón de USD citado en el ejemplo es una aproximación. La formula exacta será la siguiente:

$$[(\text{tipo USD} - \text{tipo EUR}) * \text{días} * \text{spot}] / [36000 + (\text{días} * \text{tipo EUR})]$$

---

<sup>61</sup> Antl, B.: "Mechanics and key characteristics", Euromoney Publications Special Financing Report, 1986, pgs 5 y ss

<sup>62</sup> Antl, B.: "Long term Forward contracts", Euromoney Publications Special Financing Report, 1986, pgs 41 y ss: explica detalladamente las diferentes técnicas de cálculo del premio sobre contratos a plazo.

### 1.2.1.3. Los Swaps de divisas sin ninguna transferencia de capital

Hemos visto como se puede pasar de un Swap de divisas que se basa en una doble transferencia del capital a un Swap sin transferencia del capital. Veremos ahora la existencia de un Swap de divisas desprovisto totalmente de transferencia del capital.<sup>63</sup>

Un Swap encuentra su interés cuando ninguna de las partes del contrato está interesada en la disponibilidad inmediata del capital en la divisa extranjera, es decir, cuando una consideración económica no motiva el Swap, sino solamente el objetivo financiero de cubrirse sobre la divisa extranjera o de aprovecharse de ventajas particulares de un mercado extranjero, lo que denominamos arbitraje. El acuerdo de Swap no prevé en este caso ninguna transferencia inicial y tampoco recursos al mercado efectivo y divisas. Sólo la operación en la fecha del vencimiento es importante; las partes contratantes se obligan a cambiarse, en el plazo establecido, un importe equivalente de divisas cuya igualdad está determinada respecto al tipo de cambio efectivo en el día de la firma del contrato.

Una cláusula de compensación (“alternate performance”) puede ser prevista en cuanto la disponibilidad de las divisas no interesa a las partes.

En el caso de la sociedad española y de su contraparte americana, admitiremos ahora que anticipan las dos los beneficios, la sociedad española en el mercado americano y la americana en el mercado europeo para los importes equivalentes: 1 millón de USD y 833.333 EUR. Con estas condiciones, el Swap coge esta forma: la sociedad española se obliga a vender a plazo 1 millón de USD a la sociedad americana que se obliga a venderle 833.333 EUR. Supongamos que una cláusula de compensación ha sido insertada en el contrato de Swap en cuestión. Podemos analizar lo que puede pasar en la conclusión del contrato; hay tres posibilidades:

- En el vencimiento el tipo de cambio es de 1 EUR = 1.20 USD: Las dos partes pueden intercambiarse las divisas en el mercado efectivo cuando lo desean y si lo desean, sin conocer ni el beneficio, ni la pérdida; El mecanismo de compensación demuestra que ningún pago es debido entre las partes al final del contrato.

---

<sup>63</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1984, pg 17

- El tipo de cambio ha pasado a 1 EUR = 1.30 USD: el millón de dólares que ha obtenido la sociedad española, como lo había anticipado, vale solamente 769.230 EUR en el vencimiento, es decir, pierde 64.103 EUR; la protección del contrato de Swap del mecanismo de compensación le permite obtener esta diferencia que equilibra la situación y realiza la cobertura del riesgo de cambio; el Swap obliga a la sociedad americana a ingresar a la sociedad española los 64.103 EUR;
- El tipo de cambio ha pasado a 1 EUR = 1 USD: la sociedad americana asume entonces el resultado negativo de la evolución de los cambios y pierde 166.667 USD sobre el valor de 833.333 EUR que ha ganado durante el periodo del contrato; la sociedad española está obligada a pagar para cubrir la pérdida de la sociedad americana.

En todos los casos de evolución de las divisas, una respecto a la otra, las dos partes están aseguradas por el contrato de Swap, de no realizar ninguna pérdida del cambio, pierden todavía la posibilidad al mismo tiempo de especular sobre la evolución de los tipos de cambio.

Notaremos que la operación descrita es muy similar a un contrato a plazo de intercambio de divisas. Hay todavía algunas diferencias: un contrato de intercambio a plazo supone la entrega efectiva de los dos importes de divisas en su integridad, algo que responde a la voluntad de las partes que firman un acuerdo similar.<sup>64</sup> El contrato de Swap de divisas descrito, no tiene el fin de conceder a las partes la liquidez en divisas, sino solamente aportarles una cobertura a plazo. Es mucho más elástico que el contrato a plazo simple, en la medida en la cual deja a las partes libres, una vez concluido el contrato y la cobertura asegurada, de vender las divisas que poseen en el mercado efectivo o conservarlas para otros destinos. Este Swap puede ser asemejado a un contrato de intercambio a plazo con una cláusula de compensación. La explicación que de la transferencia del cargo de los tipos de interés determinados por los Swaps sin transferencia inicial del capital es seguramente válida en este caso.

Podemos ahora realizar las primeras conclusiones de las anteriores observaciones:

- Un Swap es un contrato genérico cuyas modalidades pueden ser estructuralmente diferentes según el tipo de aplicación, de las cuales algunas

---

<sup>64</sup> Antl, B.: "Long term Forward contracts", Euromoney Publications Special Financing Report, 1986, pgs 41 y ss

pueden ser resultado de combinaciones de acuerdos más sencillos (Swaps sin transferencia inicial de capital); otras poseen unas características que les rinden difícilmente fraccionables (Swap simples);

- La transferencia de capital no puede ser considerada como un criterio válido de reconocimiento y de identificación de los Swaps de divisas; al contrario de la opinión propuesta por algunos autores<sup>65</sup>, aunque su posición demuestra otra lógica en la medida en que representan los bancos centrales, son esencialmente formas clásicas de Swap de divisas; (los autores implicados en las transacciones activas en el mundo de los negocios parecen al contrario adaptarse a esta concepción);<sup>66</sup>
- La transferencia del cargo de los intereses es una característica común a todos los Swaps de divisas, que serán estipulados de manera explícita o incluida de manera implícita en los premios de los contratos a plazo.

### **1.2.2. Los Swaps de tipos de interés**

Los Swaps de tipos de interés simples, no prevén ninguna transferencia del capital, porque están emitidos en la misma divisa. Su único objetivo es tener como objeto los tipos de interés. Se pueden distinguir dos categorías de tipos de interés que analizaremos sucesivamente: los Swaps tipo fijo / tipo variable (1.2.1.2.1) y los Swaps de tipo variable diferentes (1.2.1.2.2).

#### **1.2.2.1. Los Swaps de tipo de interés fijo / variable**

Se conocen con su denominación americana de “Coupon Swap”. Su definición parece unánimemente admitida en el plan de la técnica financiera, aunque con algunas divergencias en el plan de la formulación y de la terminología.

Para algunos, un Swap de tipos de interés es un contrato que crea obligaciones a las partes y al vencimiento, una de las partes paga un flujo financiero de intereses a tipo fijo y recibe un flujo de intereses a tipo variable y, la otra parte pagando evidentemente el flujo de intereses a tipo variable y recibiendo el flujo de intereses a tipo fijo<sup>67</sup>. Para

---

<sup>65</sup> Bank for International settlements, ob.cit., pg 37

<sup>66</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 11

<sup>67</sup> Bank for International Settlements, ob.cit., pg 37

otros, un Swap de tipo de interés es un acuerdo de dos partes a coger en préstamo de manera independiente unos importes idénticos, con la misma duración, con dos acreedores distintos (uno que presta a tipo fijo y otro a tipo variable), para luego combinarse unos pagos recíprocos, cuyo importe se calcula sobre la base del cargo de intereses debidos por la otra parte.<sup>68</sup>

El resultado de esta transacción es la transferencia recíproca del cargo de los intereses y de los riesgos vinculados a cada préstamo en caso de modificaciones de los tipos de interés, de manera que cada parte obtenga los fondos que necesite al precio que desea (tipo fijo o variable), con un tipo neto inferior al que habría podido obtener en el mercado.<sup>69</sup>

En su forma más sencilla, el Swap es realizado entre dos partes con acceso diferente al mercado de capitales.<sup>70</sup> La primera intenta coger un préstamo a tipo fijo pero por determinados motivos tiene acceso a unas condiciones favorables en el mercado de tipos variables; la segunda busca un préstamo a tipo variable, pero puede obtener mejores condiciones que la otra a tipo fijo. La parte que buscaba endeudarse a tipo variable toma el préstamo al tipo fijo más ventajoso que puede obtener. La otra se endeuda por el mismo importe al tipo variable, para aprovechar las ventajas que tiene en el mercado. Es aquí donde las dos partes entran en un contrato de Swap<sup>71</sup> mediante el cual aceptan efectuarse recíprocamente unos pagos de importes equivalentes a los intereses que la otra parte debe a su acreedor inicial. El fin de la operación es permitir a cada parte pagar el tipo de interés que desea a un coste aceptable.<sup>72</sup>

Los acreedores iniciales no están implicados en el acuerdo de Swap, y siguen en contacto con sus contrayentes para obtener el pago de los intereses. En la práctica, tampoco conocen la realización del Swap. Cada acreedor del Swap tiene el riesgo de que la otra parte no cumpla su obligación de pago, y puede verse obligado a asumir el

---

<sup>68</sup> Gray, R.W., Kurs, W.C.F., Strupp C.N.: "Interest rate Swap", Euromoney Publications Special Financing Report, 1983, pg 11

Gray, R.W., Kurs, W.C.F., Strupp, C.N.: "Structuring and documenting interest rate Swaps", International Financial Law Review, octubre 1982, pgs 11 y ss

Price, J.A.M., Keller, J., Neilson, M.: "Exchange of borrowings", Euromoney Publications, Special Financing Report, agosto 1984, pg 118

<sup>69</sup> Slater, K.: "Interest rate Swaps catch on at banks, thrifts", American Banker, 4 Mai 1983, pg 3

<sup>70</sup> Paget, B.: "La gestion de taux d'intérêts: les Swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises", Revue Banque, n°461, mayo 1986, pg 473

<sup>71</sup> Bankers Trust: "The international Swap market", Euromoney Publications Corporate Finance September 1985, pg 2

Pritchard, D.: "Swap financing techniques", Citicorp guide, Euromoney Publications mayo 1984, pg 52

<sup>72</sup> Fick, G.M., Sardachuck, G.E.: "Interest rate Swaps: matches arranged for mutual gain", CA Magazine, julio 1985, pg 336



cargo de los intereses que no deseaba soportar. La obligación del Swap no puede suprimir la obligación de cada parte a pagar los intereses a su acreedor inicial.<sup>73</sup> Como demuestra implícitamente la explicación anterior, los Swaps de tipos de interés encuentran su razón de ser en el hecho de que los diferentes agentes económicos no tienen el mismo tipo de deseos relativos a su manera de financiarse ni el mismo acceso al mercado de capitales.<sup>74</sup> Son estas diferencias de situación las que los Swaps intentan explorar.

Por ejemplo, supongamos que una empresa industrial de grandes dimensiones necesite financiación para realizar un proyecto de inversión importante en el cual quiere obtener financiación a tipo fijo para cuestiones de prevención y para tener más controlado el coste futuro. Ponemos por otro lado un banco implicado en una actividad de préstamos a tipos variables, que necesite financiarse, pero a tipo variable, para estar seguro de tener un margen constante sobre los préstamos. Supongamos que en ese periodo los tipos de interés sean elevados, al contrario que la situación actual. Los tipos fijos son relativamente poco comunes (en cuanto los anticipos son en rebaja) y eso crea el mercado estrecho.

En estas condiciones del mercado de capitales, la empresa tendrá seguramente dificultades en obtener financiación a tipo fijo, por el hecho de que no es acreedora de primer nivel. Por lo tanto, tendrá dificultades en aceptar el riesgo vinculado a una financiación a tipo variable en la rentabilidad de su proyecto de inversión, aunque pueda obtenerlo con unas condiciones bastante satisfactorias. El banco, que no es un acreedor de primer nivel, no tendrá ninguna dificultad en coger préstamos a tipo fijo y con mejores condiciones respecto a las que se ofrecen a la empresa.

Para el acceso a la financiación a tipo variable, las dos entidades podrán obtener condiciones casi paritarias por la gran disponibilidad del mercado. Es posible que el banco goce de condiciones ligeramente mejores pero la diferencia no será tan amplia respecto al mercado a tipo fijo.

Así es posible que el funcionamiento de los mercados deje aparecer diferencias en las condiciones de crédito de las dos entidades. Si la diferencia entre el tipo propuesto a la empresa y al banco en el mercado a tipo fijo es superior al tipo de interés existente en el mercado de préstamos a tipo variable, el Swap de tipos de interés puede

---

<sup>73</sup> Ver el análisis jurídico del Swap en caso de defecto de pago de una de las partes, argumento que trataremos luego en este trabajo.

<sup>74</sup> Walmsley, J.: "Interest rate Swaps: the hinge between money and capital markets", the banker, abril 1985, pg 37

ser aplicado con éxito. Su objetivo es aprovechar las distorsiones de funcionamiento en el mercado de capitales.

Si, por ejemplo, ambas necesitan una financiación de 15 millones de EUR, a 10 años: el tipo fijo propuesto a la empresa es de 10%<sup>75</sup>, mientras que a la banca se le propone un 8%, y los tipos variable propuestos respectivamente son el LIBOR<sup>76</sup> + ½ y el LIBOR. El diferencial entre los tipos fijos es del 2% mientras que por el variable es del 0,5%. Según el acuerdo de Swap, la empresa coge un préstamo a tipo fijo del 8%. Las otras modalidades de los dos préstamos son idénticas, vencimiento, amortizaciones, fechas de pago de los intereses. Recordemos que al principio, el banco deseaba endeudarse a tipo variable y la empresa a tipo fijo. Si lo hubieran negociado directamente, el coste global de sus préstamos se habría elevado a 10% + LIBOR, mientras que en el caso presente se eleva al 8% + LIBOR + ½%; se evidencia un beneficio global de 1,5%, que decidimos repartir de manera equivalente entre las dos partes. Las partes entran en una fase de Swap, en la cual aceptan pagarse recíprocamente los importes de los intereses que deben respecto a sus préstamos iniciales, la empresa acepta pagar al banco un premio de 1,25% que corresponde a la remuneración del beneficio que le ha ofertado cogiendo un préstamo al 8% en vez del 10%. La empresa se obliga a pagar el 9,25% a cada vencimiento de tipos de interés, mientras que el banco se obliga a pagar el LIBOR + 0,5%.

Refiriéndose a los flujos financieros soportados por cada parte: la empresa debe pagar a su acreedor inicial el LIBOR + 0,5%, al banco 9,25% y recibe de ésta el LIBOR + 0,5%; el coste de su financiación a tipo fijo es del 9,25% + LIBOR + 0,5% - (LIBOR + 0,5%) = 9,25%. El banco debe pagar el 8% a su acreedor inicial, LIBOR + 0,5% a la empresa y recibe de esta el 9,25%; el coste de su financiación a tipo variable es del 8% + LIBOR + 0,5% - (9,25%) = LIBOR - 0,75%.

---

<sup>75</sup> Es importante notar que los tipos considerados a título de ejemplo durante este trabajo son muy superiores a los tipos oficiales de este momento, la elección ha sido hecha a propósito en cuanto los tipos actuales a 1% sobre el USD y el 2% sobre el EUR hay que considerarlos del todo excepcionales y temporales, para intentar salir de la crisis económica empezada en el 2000. Entonces hemos considerado más correcto utilizar un tipo histórico “medio” de una economía sana.

<sup>76</sup> London Interbank Offer Rate es el tipo de interés variable en muchos Swaps de tipos de interés es el London Interbank Offer Rate (LIBOR), es el tipo de interés ofrecido por los bancos en depósito de otros bancos en Eurocurrency markets. El mes LIBOR es el tipo ofrecido sobre un depósito de un mes; el 3 meses LIBOR es el tipo ofrecido en tres meses de depósito; y así sucesivamente. Los tipos LIBOR son determinados por intercambios entre los bancos y varían continuamente según las condiciones económicas. A menudo se utiliza como tipo de referencia en los tipos de interés variables para los préstamos en el mercado. Para entender su utilización, se considera un préstamo con un tipo de interés determinado para 6 meses LIBOR más un 0,5% al año. La vida del préstamo se divide en periodos de 6 meses. Para cada periodo, el tipo de interés está bloqueado al 0,5% al año sobre el tipo 6 meses LIBOR al principio del periodo. Los intereses se pagan al final del periodo.

Las dos partes tienen beneficios de esta operación: la empresa obtiene una financiación a tipo fijo que le cuesta el 9,25% en lugar de 10%; el banco encuentra un préstamo a tipo variable al LIBOR – 0,75% respecto al LIBOR. Las dos partes ganan un 0,75% gracias al mecanismo de Swap.

El banco además puede tener una ventaja suplementaria gracias a ese mecanismo.<sup>77</sup> Aprovechando su capacidad para encontrar unas financiaciones a tipo fijo más ventajosas que las obtenidas por las grandes empresas, puede sustituir los préstamos interbancarios que les sirven para financiar los préstamos y acuerda mediante unas financiaciones obtenidas con unos acuerdos de Swap. Tienen la misma estructura que los préstamos interbancarios, pero son a un tipo inferior. Tanto que el banco es capaz de encontrar unas financiaciones a tipo fijo ventajoso, con una madurez más larga que la que queda de los préstamos interbancarios, puede mejorar la estructura del pasivo de su balance y aumentar sus márgenes en los préstamos consentidos.

Caben todavía otras observaciones. La clave del reparto de la ventaja global obtenida entre las dos partes es totalmente libre<sup>78</sup> y debe ser negociada en el momento de la firma del contrato. Hubiera sido comprensible prever el pago de un premio de 1% solamente, algo que hubiera conducido a un tipo fijo del 9% para la deuda de la empresa y del LIBOR + 0,5% por el banco. La elección de 1% + 0,75% es totalmente arbitraria.

Es posible (en casi todos los contratos), prever un mecanismo de compensación de las obligaciones de pago. Las partes del contrato de Swap deben recibir sólo la integridad del importe de los intereses, porque ingresarán a la otra parte un importe prácticamente igual. Lo único que interesa es recibir el diferencial entre los tipos si fuera a su favor. El mecanismo de compensación permite suavizar y simplificar la práctica del contrato de Swap. Sólo la parte cuyo cargo de intereses sea la más fuerte tendrá la obligación de pago hacia la otra, igual al diferencial entre dos tipos.

En el ejemplo, si el LIBOR + 0,5% = 9,25% en el momento de uno de los vencimientos de pago de los tipos de interés de los préstamos iniciales, entonces el contrato de Swap no crea ninguna obligación de pago entre las partes; si en un periodo de captura de los tipos LIBOR + 0,5% = 8% < 9,25% entonces la empresa tiene una obligación de pagar al banco el diferencial del tipo, es decir, el 1,25%.

---

<sup>77</sup> Gray, R.W., Kurz, W.C.F., Strupp, C.N.: "Interest rate Swaps", Euromoney Publications Special Financing Report, 1983, pg 13

<sup>78</sup> Mattout, J.P.: "Opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises", Revue de Banque, n°46, enero 1987, pg 25

Los Swaps de tipos de interés tipo fijo / tipo variable han conocido un éxito fuera de todas las expectativas, por el hecho de la fuerte demanda del mercado interno americano; hoy tienen la forma más popular, por lo tanto se puede realmente hablar de mercado: el mercado secundario es el más desarrollado, y los operadores han puesto a punto un instrumento casi estandarizado, que lo denominan el “plain vanilla Swap”. Sus características son las siguientes: es un Swap interno en dólares, donde una de las partes debe pagar LIBOR a seis meses como un tipo variable y la otra el tipo fijo del mercado; la duración se extiende de 2 a 7 años, aunque los más frecuentes son de 3 a 4 años; los pagos recíprocos se realizan todos los semestres. A la vista de un instrumento han nacido todas las esperanzas de mobiliarización del Swap.

#### **1.2.2.2. Los Swaps de tipos de interés sobre tipo variable/ variable**

Se conocen también como “Basis Swap”.<sup>79</sup> Su mecanismo es muy parecido al de los “Coupon Swaps”, con las diferencias de que vierten en los dos préstamos cuyos tipos de interés son calculados respecto a un índice variable distinto.<sup>80</sup> Como en el caso de los Swaps de tipos de interés tipo fijo / tipo variable, la operación no implica ninguna transferencia del capital y no vierte sobre los tipos de interés.

A título ilustrativo, vamos a elegir una situación típica que puede dar lugar a un montaje de un “Basis Swap”. Supongamos que una sociedad española, bien implantada en los Estados Unidos necesite una financiación importante: puede hacer recurso a la emisión de “commercial paper”, pero eso le obliga a satisfacer numerosos criterios financieros para tener acceso al mercado en cuestión (si no desea que se le impongan restricciones) y podrá ser admitida sin beneficiarse de los tipos ventajosos que existen. Deberá contentarse con su acceso al mercado de los préstamos a tipo variable indexado sobre el LIBOR. Por otro lado, unas empresas americanas financiadas de unas líneas importantes de “Commercial Paper” podrían ser tentadas a crear unas financiaciones indexadas sobre el LIBOR que podría servir a sus filiales implantadas en Europa. Veamos un ejemplo de tipos ofertados a estas dos entidades:

#### **Mercados de préstamos indexados sobre LIBOR**

Empresa Española	CP	LIBOR + ¼
------------------	----	-----------

<sup>79</sup> Bank of International Settlements, ob.cit., pg 37

<sup>80</sup> Pritchard, D.: "Swap financing techniques", ob.cit., pg 86

Empresa Americana

CP

LIBOR +  $\frac{1}{2}$

Un “Basis” Swap puede ser organizado entre estas dos empresas según las modalidades siguientes. La empresa española se financia en el mercado de préstamos a tipo variable a LIBOR +  $\frac{1}{4}$ , negociando unas modalidades de préstamo (vencimiento, fechas de pago de los intereses y periodicidad, importes) idénticas a las comunes de los “Commercial Paper” de la empresa americana. La sociedad americana se obliga a pagar en cada vencimiento de intereses un importe igual a LIBOR +  $\frac{1}{2}$  a la sociedad española. Ésta última se paga simultáneamente a la sociedad americana de los intereses y un premio igual respectivamente al tipo de los CP y a  $\frac{3}{4}\%$ .

Podemos entonces redactar el balance de los flujos financieros que pesan sobre las dos empresas obligadas en el Swap. La empresa española debe pagar LIBOR +  $\frac{1}{2}$  a su acreedor inicial y el tipo CP +  $\frac{3}{4}\%$  a la sociedad americana, pero recibe de ésta última LIBOR +  $\frac{1}{2}$  de tal manera que el coste de su financiación sobre “Commercial Paper” es de CP +  $\frac{3}{4}\%$ . Hablando de la sociedad americana, debe pagar el tipo remunerador el “Commercial Paper” existente antes de la entrada en vigor del contrato de Swap que corresponde al tipo CP, y debe pagar LIBOR +  $\frac{1}{2}$  a la sociedad española de la cual recibe un pago igual al tipo CP y el premio de  $\frac{3}{4}\%$ ; El coste de su financiación es de LIBOR –  $\frac{1}{4}$ . La ventaja es neta para las dos partes: la sociedad española se beneficia indirectamente de una apertura del mercado de los “Commercial Paper” americano al cual no puede tener acceso y; la sociedad americana encuentra una financiación a LIBOR –  $\frac{1}{4}$  mientras que no habría podido obtener nada más que LIBOR +  $\frac{1}{4}$  sin el Swap.

Podemos notar que en esta transacción el Swap ofrece un nuevo tipo de ventaja que aún no habíamos visto en los ejemplos precedentes: la manera que tiene una empresa de acceder a un mercado de financiación que normalmente es inaccesible.

Como en el caso de los Swaps tipo fijo / tipo variable, un mecanismo de compensación es generalmente puesto a punto y crea entonces una obligación alternativa al pago que debe soportar una parte cuyo diferencial de tipos es positivo. Si CP +  $\frac{3}{4}\%$  es superior al LIBOR +  $\frac{1}{2}$  la sociedad española tiene el cargo del pago del diferencial.

Los “Basis Swaps” normalmente se configuran en casos similares al anterior descrito y también en las relaciones entre un banco y sus acreedores cuando desean transformar una deuda indexada en LIBOR y una deuda indexada a premio.

Notaremos que la eficacia de un Swap no está vinculada a la presencia de ventajas recíprocas de cada entidad en un mercado diferente. En el ejemplo propuesto, es obvio que la sociedad española está peor posicionada que la sociedad americana en los dos mercados del LIBOR y del commercial paper. El interés del Swap es permitir a la sociedad americana poder transferir su ventaja a la sociedad española y que ésta le remunere la transferencia con un premio.

Resumimos este análisis sobre el Swap de tipos de interés:

- El Swap permite sacar provecho de unas distorsiones entre la capacidad de financiación de diferentes partes del mercado de capitales; se utilizan dos tipos de distorsiones, las provocadas por el acceso diferente de las partes a dos mercados distintos y las causadas por condiciones diferentes ofertadas a las dos partes en un mismo mercado. El segundo tipo de anomalía interesa los “Coupon Swaps” implicando la búsqueda de financiación de naturaleza diferente para las dos partes;
- El Swap funciona en la práctica con un mecanismo de pago del diferencial: esta técnica se parece mucho a la compensación, aunque no es lo mismo, porque el Swap prevé directamente una obligación de pago única; crea una obligación de pago alternativa que puede pesar sobre una o la otra parte según la relativa evolución de los tipos.

#### **1.2.2.2.1 Un ejemplo de Swap sobre tipos de interés**

Consideramos un Swap de 3 años empezado el 1 de marzo de 1999, donde la empresa B se obliga a pagar a la empresa A un tipo de interés del 5% al año sobre el importe de 100 millones de USD y a cambio la empresa A pagará a la empresa B los 6 meses LIBOR sobre el mismo capital. Teniendo en cuenta que el acuerdo especifica que los pagos se deben intercambiar cada 6 meses y el 5% de intereses se calcula con el interés compuesto semestral.

El primer intercambio de pagos tendrá lugar el 1 de septiembre de 1999, 6 meses después del inicio del acuerdo. La empresa B pagará a la empresa A 2,5 millones de USD. Que es el interés sobre 100 millones de USD por 6 meses a un tipo del 5% anual. La empresa A pagará a la empresa B los intereses sobre 100 millones de USD de capital al tipo LIBOR 6 meses, fijado 6 meses antes de 1 de septiembre de 1999, es decir, el 1 de marzo de 1999. Supongamos que el tipo LIBOR 6 meses el 1 de marzo de 1999 sea

del 4,2% anual. La empresa A paga a la empresa B  $0,5 \times 0,042 \times \text{USD } 100 = \text{USD } 2.1$  millones.<sup>81</sup>

Es importante darse cuenta de que no hay dudas en este intercambio de pagos, porque está determinado por el tipo LIBOR en el momento en el cual el contrato se ha celebrado.

El segundo intercambio de pagos tendrá lugar el 1 de marzo de 2000, un año después del principio del acuerdo. La empresa B pagará 2,5 millones de USD a la empresa A. Ésta pagará los intereses sobre 100 millones de USD de capital al tipo B LIBOR 6 meses fijados en los 6 meses anteriores a 1 de marzo de 2000 (es decir, el 1 de septiembre de 1999). Si el 6 meses LIBOR el día 1 de septiembre de 1999 estaba al 4,8% anual, la empresa A pagará a la empresa B  $0,5 \times 0,048 \times \text{USD } 100 = \text{USD } 2.4$  millones. Globalmente hay 6 intercambios de pago en el Swap. Los pagos predeterminados son siempre de 2,5 millones de USD. Los tipos variables al vencimiento se calculan utilizando los 6 meses LIBOR, fijado 6 meses antes de la fecha de pago. Un Swap sobre tipos de interés está estructurado de manera que una parte ingresa la diferencia entre los dos pagos a la otra. Si observamos el ejemplo anterior, B pagará a A 0,4 millones de USD ( $=\text{USD } 2,5 - \text{USD } 2,1$ ) el 1 de septiembre de 1999 es USD 0,1 ( $=\text{USD } 2,5 - \text{USD } 2,4$ ), el 1 de marzo de 2000.

El ejemplo abajo adjunto nos muestra que los pagos hechos bajo un Swap para un LIBOR 6 meses. El esquema nos muestra los cash flows de los Swaps desde el punto de vista de la empresa B. Notamos que los 100 millones de USD de capital se usan solamente para el cálculo del pago de los intereses.

Si el capital fuera intercambiado al final de la vida del Swap, la naturaleza del cambio no variaría de ninguna manera. El capital es el mismo para los dos pagos, fijos y variables. Cambiar 100 millones de USD por 100 millones de USD en el final de la vida del Swap, es una transacción que no tendría valor financiero. Esto nos confiere un interesante punto de mira del Swap.<sup>82</sup>

Esquema 1. Los flujos (en millones de USD) de la empresa B en un Swap de 3 años, por 100 millones de USD a un tipo fijo del 5% que es pagado y el LIBOR recibido.

---

<sup>81</sup> Observar que los cálculos no son perfectamente exactos en cuanto ignoran las convenciones en el cálculo de los días y los días laborables.

<sup>82</sup> Hull John, C.: *Options, Futures and Other Derivatives*, 4th edition, Toronto, Prentice Hall, 2000, pg. 127

<b>Fecha</b>	<b>Tipo LIBOR (%)</b>	<b>Flujo variable recibido</b>	<b>Flujo fijo pagado</b>	<b>Flujo neto</b>
1 Marzo 2002	4.2			
1 Septiembre 2002	4.8	2.1	-2.5	-0.4
1 Marzo 2003	5.3	2.4	-2.5	-0.1
1 Septiembre 2003	5.5	2.65	-2.5	0.15
1 Marzo 2004	5.6	2.75	-2.5	0.25
1 Septiembre 2004	5.9	2.8	-2.5	0.3
1 Marzo 2005	6.4	102.95	-102.5	0.45

El flujo de la tercera columna de este esquema es el de una posición larga en un Bono a tipo variable. El flujo de la cuarta columna es el flujo que viene de una posición corta de un Bono a tipo fijo. La tabla evidencia que el Swap puede ser reglado como un cambio de un Bono a tipo fijo contra un Bono a tipo variable. La empresa B, cuyas posiciones están descritas en este esquema, es largo de tipo variable y corta al tipo fijo. La empresa A es largo de tipo fijo y corta de tipo variable.

Esta característica de los cash flows en el Swap ayuda a explicar porque el tipo variable en el Swap es fijado 6 meses antes de que sea pagado. En el instrumento a tipo variable, el interés es generalmente fijado al principio del periodo al cual se aplica y es pagado al final del periodo. El "timing" del pago del tipo variable en un "plain vanilla" Swap sobre tipos de interés, como el esquema lo refleja.

Esquema 2. Flujos (en millones de USD) del esquema 1, cuando hay un intercambio final de capital.

<b>Fecha</b>	<b>Tipo LIBOR (%)</b>	<b>Flujo variable recibido</b>	<b>Flujo fijo pagado</b>	<b>Flujo neto</b>
1 Marzo 2002	4.2			
1 Septiembre 2002	4.8	2.1	-2.5	-0.4
1 Marzo 2003	5.3	2.4	-2.5	-0.1
1 Septiembre 2003	5.5	2.65	-2.5	0.15
1 Marzo 2004	5.6	2.75	-2.5	0.25
1 Septiembre 2004	5.9	2.8	-2.5	0.3
1 Marzo 2005	6.4	102.95	-102.5	0.45

#### 1.2.2.2.2. Utilizar un Swap para transformar una deuda



Para el sujeto B, el Swap puede ser utilizado para transformar un préstamo a tipo variable en uno a tipo fijo. Supongamos que el sujeto B esté de acuerdo para tomar un préstamo de 100 millones de USD al LIBOR más 80 puntos básicos (un punto básico es un céntimo de 1%, es decir, el tipo LIBOR más el 0,8%). Después de entrar el sujeto B en el Swap, tiene tres flujos de caja:

- Paga el LIBOR más el 0,8% al que le ha concedido el préstamo
- Recibe el LIBOR según el contrato de Swap
- Paga el 5% según el contrato de Swap

Estos tres flujos de caja se saldan con un tipo de interés del 5,8%. Para la empresa B el Swap puede tener la consecuencia de transformar o tomar en préstamo un tipo variable de LIBOR más 80 puntos básicos tomando un préstamo al tipo fijo del 5,8%.

Para el sujeto A, el Swap puede tener el efecto de transformar una deuda de tipo fijo, en uno a tipo variable. Supongamos que A tenga una deuda por 3 años de 100 millones de USD por el cual paga el 5,2% anual. Después de haber hecho el Swap ha establecido 3 flujos de caja:

- Paga el 5,2% anual a su acreedor
- Paga LIBOR según las condiciones previstas por el contrato
- Recibe el 5% anual según los términos del contrato de Swap

Estos tres flujos llevan un saldo de pago de un interés LIBOR más 0,2% (o LIBOR más 20 puntos básicos). Para la empresa A, el Swap puede tener el efecto de transformar el préstamo a un tipo fijo del 5,2% en un préstamo a un tipo variable LIBOR más 20 puntos básicos. Esta utilización de los Swaps por los sujetos A o B está ilustrada en el esquema anterior.

#### **1.2.2.2.3 Utilizar el Swap para transformar una inmovilización**

Los Swaps pueden también ser utilizados para transformar la naturaleza de las inmovilizaciones. El Swap puede tener el efecto de transformar una inmovilización que crea un tipo de interés fijo en uno variable. Supongamos que la empresa B posea 100 millones de USD en Bonos que les dan un interés del 4,7% anual para los próximos 3 años. Una vez que la empresa B haya entrado en el Swap, tenemos tres flujos de caja:

- Recibe el 4,7% anual sobre los Bonos

- Recibe LIBOR según las condiciones del contrato de Swap
- Paga un 5% anual según las condiciones del contrato de Swap

Estos 3 flujos de caja se resuelven en un flujo de entrada de intereses de LIBOR menos 30 puntos básicos. Aquí ilustramos otra posibilidad de utilizar el Swap por la empresa B para transformar una inmovilización que da el 4,7% anual en una inmovilización que daría LIBOR menos 30 puntos básicos.

Consideramos la empresa A. El Swap puede tener el efecto de transformar una inmovilización que da una renta variable en una inmovilización que da un tipo fijo de intereses. Supongamos que la empresa A tiene una inversión de 100 millones de USD que da un LIBOR menos 25 puntos básicos. Una vez que la empresa A haya entrado en el Swap, hay tres flujos de caja:

- Recibe un LIBOR menos 25 puntos básicos en sus inversiones
- Paga un LIBOR según el contrato de Swap
- Recibe un 5% según el contrato de Swap

Estos tres flujos de caja se saldan con una entrada del 4,75% anual. Una posible utilización del Swap del sujeto A es transformar una inmovilización que da un LIBOR menos 25 puntos básicos en una inmovilización que da el 4,75% anual.<sup>83</sup>

### 1.3. Las formas complejas de Swaps

Los mecanismos que hemos descrito en la parte precedente son las formas básicas de Swap. Son útiles para el estudio y la comprensión del instrumento aunque en la práctica son relativamente escasas, solamente los “plain vanilla Swaps” se encuentran frecuentemente. Los demandantes de Swaps tienen necesidades más complejas de las evidenciadas en los modelos básicos. Numerosas variantes han sido elaboradas, bien para satisfacer estas necesidades bien para mejorar el campo de aplicación de los Swaps. Clasificaremos estas innovaciones alrededor de dos grandes familias que responden a la naturaleza de las mejoras aportadas. Analizaremos los Swaps compuestos (1.3.1), antes de observar los Swaps cuyo mecanismo se inspira en otras técnicas financieras: formas híbridas de Swap (1.3.2).

---

<sup>83</sup> Ejemplo del manual de Hull, J.C.: "Options, Futures and Other Derivatives" 4<sup>th</sup> edition 2000, pg 128

### **1.3.1. Los Swaps compuestos**

Los Swaps compuestos responden a una doble demanda de posibles candidatos en una operación de Swap, limitar lo más posible el riesgo de crédito vinculado a la operación, es decir, el riesgo de ver la contraparte insolvente de las sumas a su cargo; y disponer las situaciones en las cuales se puede utilizar un Swap. Los organizadores de Swaps son esencialmente los bancos y han propuesto diferentes tipos de Swaps: los Swaps dobles (1.3.1.1), los Swaps combinados de divisas y de tipos de interés entre tipo fijo / tipo variable (1.3.1.2) o entre tipos variables (1.3.1.3), y por fin los Swaps más complejos, composiciones sintéticas y multiformes de todos los Swaps anteriormente descritos (1.3.1.4).

#### **1.3.1.1 Los Swaps dobles**

Cuando una de las partes tiene un contrato de Swap, o ambas y no desean soportar el riesgo de crédito vinculado a la operación, un tercero puede ser introducido en un esquema clásico.<sup>84</sup> Este tercero, a menudo un banco, ejerce un rol de intermediario entre las partes; el Swap de origen viene sustituido por dos Swaps, entre los cuales es parte el banco que respeta por cada Swap las condiciones iniciales previstas en el Swap único. El banco pierde su rol de simple consejero y entra en relación con las dos partes<sup>85</sup>; sus obligaciones son perfectamente simétricas, de tal manera que no suponga ningún cambio suplementario durante el curso corriente del Swap. En caso de no-cumplimiento de una de las partes, el banco tiene que seguir asegurando los pagos del otro Swap, que esta vez está a su cargo. La presencia de un banco como intermediario es una garantía para aquellos que utilizan los Swaps ya que reciben los pagos que se le deben.

La existencia de un intermediario hace que las dos partes del Swap puedan no conocerse, algo normal en la práctica. Un cliente pide al banco concluir un Swap de una financiación preexistente, para realizar otra que le interesa más o para obtener una financiación inaccesible; el banco toma una posición del Swap, firma el acuerdo con el cliente y trata rápidamente de encontrar una contraparte, en la cual firmará un segundo

---

<sup>84</sup> Gray, R., Cruz, W.C.F., Strupp, C.N.: "Interest rate Swaps", Euromoney Publications Special Financing Report, 1983, pg 13

<sup>85</sup> En la actualidad la gran mayoría de los Swaps esta contratados con contrapartes bancarias

Swap simétrico. El banco se mueve sobre un número de autores financieros y sobre su capacidad de vender un producto financiero para asegurar la rentabilidad de la operación. Es evidente que si no encuentra la contraparte, tendrá a su cargo en toda la duración del Swap, el ingreso de los intereses, para una operación que no les aporta ninguna ventaja. Esta organización de transacciones cuenta con la liquidez de los mercados de Swaps y con la elasticidad de su utilización para los inversores.

El mecanismo del Swap doble traslada el riesgo al banco intermediario. El riesgo de crédito sobre los pagos de cada uno de sus contrayentes y el riesgo de mercado si no encuentra una contraparte con una posición abierta. Para compensar este rol de intermediario, el banco recibe una remuneración calculada a partir de un porcentaje del capital del préstamo cubierto por el Swap, o por el capital de los intereses a pagar, o por ambos. El riesgo del banco todavía no es muy elevado, respecto al de una clásica operación de crédito. Si una de las partes del Swap no cumple, el banco puede suspender sus pagos. Queda solamente un contrato de Swap en juego sobre el cual percibe los pagos de su contraparte: el riesgo es el diferencial entre el tipo que debe pagar y los tipos que le debe su contrayente. Se encontrará obligado a cambiar el índice de referencia de una parte de su deuda y nada más.

Retomamos el ejemplo que hemos utilizado en la presentación de los “Basis” Swaps,<sup>86</sup> una empresa americana que desea obtener una financiación indexada sobre el LIBOR para sus filiales en Europa en una empresa española instalada en los Estados Unidos que desea una financiación equivalente al disponible en el mercado del “Commercial Paper” al cual tiene acceso. En lugar de entrar en un Swap que habían constituido, la empresa americana firma un acuerdo de Swap con un banco totalmente idéntico al que hubiera firmado con su contrayente directo, pero añade un premio de 1/16% a su ingreso al banco, correspondiente a la remuneración por la intermediación. Por otro lado, la empresa española entra también en el Swap con el banco, idéntico al que hubiera firmado directamente, con el mismo premio de 1/16%.

Podemos redactar el balance de los flujos financieros soportados por cada parte en esta construcción. La empresa americana y la empresa española tienen flujos idénticos al Swap directo con la diferencia debida al premio: la empresa americana obtiene su financiación a LIBOR – 3/16; el banco recibe 1/8% que corresponde a su remuneración. La operación es ventajosa para todas las partes.

---

<sup>86</sup> Ver explicación anterior

Las modalidades del cargo de pago del premio son libres, así como la clave de reparto del útil global entre las partes. Se podría haber visto una transacción donde la empresa española pague la integridad del premio correspondiente únicamente al CP + 11/16 del tipo de interés.

#### **1.3.1.2. Los Swaps combinados de divisas y de tipos de interés tipo fijo / tipo variable**

Se trata de una combinación un poco más compleja pero que expande considerablemente el campo de aplicación de los Swaps. En la terminología americana se trata de “cross currency fixed to floating rate Swaps” que pertenece a la categoría de los CIRCUS (Combined Interest Rate and Currency Swaps).<sup>87</sup> Este Swap es similar a un “coupon Swap” en la medida en que las partes transforman una financiación a tipo fijo y una financiación a tipo variable, pero implican igualmente unos pagos del capital ya que la financiación a tipo fijo está emitida en divisa diferente de la financiación a tipo variable.<sup>88</sup> Simplificaremos la explicación suponiendo que la estructura buscada para el tratamiento de las divisas es la de un “straight currency Swap”. La transacción se desenvuelve en dos tiempos: las partes trasladarán, en la fecha de la firma del contrato y al tipo efectivo del día, el importe del capital de los préstamos iniciales realizados en cada divisa; luego comienza el periodo de pagos inversos. Las partes se obligan a pagar sus contrapartes, en las fecha previstas en los contratos iniciales y que deberían ser idénticas, el importe reembolsado del capital y los intereses del préstamo contraído por la otra parte.

Volviendo al ejemplo anterior para definir los coupons Swaps, supongamos que las partes estén en países diferentes (España y Estados Unidos). La empresa americana desea obtener una financiación en España a tipo fijo, mientras que el banco español busca una financiación en USD a tipo variable. El banco empieza a coger en préstamo un importe deseado, en EUR, a tipo fijo, es decir, al 8%; simultáneamente la empresa americana pide un préstamo en USD de un importe equivalente a tipo variable, calculado a partir del tipo de cambio spot en la fecha de la firma del Swap. Las dos partes se intercambian el capital de los dos préstamos; luego, a cada vencimiento,

---

<sup>87</sup> Euromoney, Supplement enero 1986, ob.cit., "A glossary of innovations", pg 129

<sup>88</sup> Euromoney Publications Corporate Finance, September 1985, "The international Swap market", sponsored by Banker Trust, pg 6; Price, J.A.M., Keller, J., Neilson, M.: "Exchange of borrowings", Euromoney Publications, Special Financing Report, agosto 1984, pg 17

efectúan los siguientes pagos: el banco español reembolsa a la empresa americana el capital previsto en el contrato de préstamo inicial firmado por ésta última y paga los intereses correspondientes al tipo variable; y, la sociedad americana reembolsa el capital del préstamo español y paga los intereses a tipo fijo correspondientes al banco.

El pago de los tipos de interés en su integridad no es necesario y el mecanismo puede ser adjunto como en el caso de los “Coupon Swaps” previendo así los pagos del diferencial de tipos entre las dos partes. Además del mismo modo, hemos elegido el ejemplo de un Swap de divisas simples el cual comporta una doble transferencia del capital. Es posible reducir la transferencia global, suprimiendo la transferencia inicial y también las dos transferencias, como hemos visto en el momento de la descripción de los Swaps de divisas, sólo la diferencia correspondiente a la variación de los tipos de cambio es pagado por una de las partes. En este caso, el Swap es un medio muy elástico y eficaz de cobertura contra los riesgos de cambio y de variación de los tipos de interés.

El primer Swap público de esta categoría fue concluido en julio de 1981, entre Renault y una de las más grandes casas de títulos japoneses, Yamaichi, que operaba en nombre de otros inversores institucionales japoneses.<sup>89</sup> En este acuerdo, Renault necesitaba financiación para su actividad de producción de la cual deseaba una obligación en JPY a tipo fijo; pero este mercado entonces estaba cerrado, porque el gobierno japonés tenía una reglamentación de cambios muy restrictiva. Renault, en cambio, podía encontrar financiaciones a tipo variables en dólares que podían interesar a los japoneses. Utilizando los préstamos en USD ya existentes y creando nuevos, pudo comprar en efectivo los JPY que necesitaba para sus inversiones. Simultáneamente Yamaichi invertía su liquidez en obligaciones a tipos variables emitidas en USD, en perspectiva de sus futuros pagos. La operación de Swap se pudo entonces iniciar, Renault estaba obligado a ingresar en cada vencimiento el importe de los reembolsos de capital en JPY y los intereses correspondientes al tipo fijo a Yamaichi. Ésta última podía entonces utilizar las obligaciones a tipo variable compradas al principio de la operación para pagar el capital y los intereses de los préstamos contratados por Renault en USD a tipo variable.

La operación era interesante para Renault ya que encontraba las financiaciones en JPY a tipo fijo indisponibles en el mercado. Para los inversores japoneses, la transacción era igualmente beneficiosa en cuanto les permitía comprar unos activos

---

<sup>89</sup> Price, J.A.M., Keller, J., Neilson, M.: "Exchange of borrowings", Euromoney Publications, Special Financing Report, agosto 1984, pg 19

extranjeros, operación incentivada por el Ministerio de Hacienda, y al mismo tiempo diversificar su cartera de inversiones, asegurando además, una cobertura de esta inversión. La rentabilidad de la operación era igualmente superior a la de las inversiones a tipo fijo disponibles en el mercado del JPY y Renault aceptó pagar un premio para obtener la financiación antes indisponible.

La operación de Swap funciona puesto que las fechas de reembolso del capital y del pago de los intereses de los préstamos en USD contratados por Renault y las obligaciones en USD a tipo variable compradas por Yamaichi, se corresponden exactamente. Esto se explica porque hay una simplificación voluntaria de la situación real entre las partes y no se tiene en cuenta la intermediación de Banker Trust.

Para situar la operación en el cuadro de las descripciones hechas anteriormente, este Swap entra en una combinación de un Swap de divisas sin transferencia inicial del capital y de un “Coupon Swap”. La compra realizada por Yamaichi de obligaciones en USD no es un perfecto ejemplo de Swap; es más una operación de tesorería interna.

### **1.3.1.3. Los Swaps combinados de divisas y de tipos de interés entre tipos variables**

Este tipo de Swap no ha obtenido un gran éxito y no se ha desarrollado de manera tan satisfactoria como los demás.<sup>90</sup> Esta decepción es debida al hecho de que los mismos efectos pueden ser obtenidos con un contrato de compra o de venta a plazo de divisas, cuyo mercado es más líquido, igual de eficaz y mucho más fácil de utilizar. Es por eso que no hace falta buscar en los Swaps combinados de divisas-tipos de interés entre los variables como alternativa a los contratos a plazo sobre divisas. Todavía existen casos donde el recurso al Swap puede ser útil cuando las partes tengan una necesidad inmediata del capital en divisas extranjeras porque la operación financiera soporta una divisa extranjera o porque soporta una operación comercial o industrial, o por último, cuando considera una transacción con características poco comunes en los mercados de contratos a plazo (contratos de compra a plazo o de divisas todos a seis meses, por ejemplo).

Un contrato de Swap combinado de divisas y de tipos con tipo variable es, de hecho, una combinación de un Swap de divisas que puede adoptar una de las tres formas estudiadas<sup>91</sup> y de un “Basis” Swap. No daremos ejemplo de este tipo de

---

<sup>90</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: *Currency and interest rate Swaps*, Butterworths, Londres, 1984, pg 54

<sup>91</sup> Ver el estudio sobre Swaps de divisas.

transacción ya que se acerca y es de fácil comprensión con la lógica anterior de los Swaps combinados entre tipo fijo y tipo variable. Se utilizan los mismos mecanismos de compensación entre los pagos o de obligaciones alternativas, de reparto del útil sobre tipos y de carga del premio.

#### **1.3.1.4. Los Swaps con combinaciones múltiples**<sup>92 93</sup>

Es posible construir unos Swaps complejos, compuestos por todas las formas de transacción consideradas hasta este punto, se pueden encontrar situaciones particulares que incluyen más partes. De estos Swaps se pueden contar Swaps dobles, Swaps de divisas, de tipos, combinados bajo todas las formas. Las combinaciones son indefinidas y revelan la elasticidad de la utilización de los Swaps. La idea principal es siempre la de jugar con las distorsiones existentes en los mercados de capitales para proporcionar las financiaciones deseadas por las partes y las condiciones más ventajosas que beneficiaría a las partes por sí mismas. Para crear un cocktail Swap hay que saber encontrar las diferencias y hacerlas coincidir con las necesidades de las partes. Alguna transacción compleja ha sido puesta a punto, aunque son generalmente confidenciales, por su altísimo grado de tecnicidad y por el valor añadido que contiene.

A título de ejemplo utilizamos la construcción propuesta por un autor americano<sup>94</sup> completándola con unos conocimientos adquiridos por la explicación de los mecanismos anteriores. La transacción implica cuatro autores principales:

- 1) Una sociedad americana que llamaremos E1 US con un "rating" medio necesita 1 millón de USD para realizar su política de inversión y desearía un préstamo a tipo fijo para controlar su preventivo; puede coger un préstamo a tipo variable con un LIBOR + ½, pero su acceso restringido a los tipos fijos hace inconcebible tal financiación (tipo propuesto 10%)
- 2) Otra sociedad americana (E2 US), tiene mejor rating, recibe en los años sucesivos unos reembolsos en EUR por préstamos dentro del grupo a tipo fijo que había conseguido su filial de España; desea cubrirse a plazo sobre el EUR respecto al USD y piensa vender sus dólares a plazo; con su rating tiene acceso al mercado con tipos fijos al 8% en EUR y 8% en USD.

---

<sup>92</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 22

<sup>93</sup> Euromoney, Supplement enero 1986, ob.cit., Layard-Liescig R: "Swap fever", pg 112

<sup>94</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 120



3) Un banco español (B.S.) ha otorgado préstamos en USD a tipo variable a unas filiales en USA de grupos españoles, quiere transformar sus financiaciones tradicionales en EUR a tipo fijo a USD a tipo variable, para cubrirse contra la evolución de los cambios y de los tipos, para estar segura de tener su beneficio; Puede financiarse en el mercado de los EUR al tipo fijo del 7,5% y tiene acceso al mercado de los USD al tipo variable LIBOR +  $\frac{3}{4}$ .

4) Supongamos que los importes sobre los cuales vierten las necesidades de estas tres contrapartidas son idénticos o equivalentes a 1 M de USD; y que estas tres contrapartes rechazan aceptar cualquier riesgo de crédito para realizar sus deseos. Un banco americano (B. US.) intervendrá como cuarta parte, en calidad de intermediario y organizador de la operación. Se podría utilizar el siguiente Swap, combinando más tipos de Swap:

- Un “coupon Swap” entre B.US y E1.US al final del cual E1.US cogerá un préstamo en el mercado a tipo variable LIBOR +  $\frac{1}{2}$  y recibe unos pagos correspondientes a ese tipo; E1.US debiendo pagar a B.US unos tipos fijos iguales al 8% más un premio de 1,25%, se trata de un “coupon Swap” que hemos descompuesto para el ejemplo;
- Un Swap de divisas entre E2.US y B.US: E2.US coge un préstamo a tipo fijo sobre el mercado de USD al 8 % y recibe unos pagos correspondientes al 8% más un premio de 1%, así que el capital en USD para el reembolso de su préstamo inicial. E2.US debe pagar a B.US el capital en EUR y los intereses al tipo fijo del 7% +  $\frac{1}{2}$ , por el cual recibe el pago del capital en unos intereses en cada vencimiento por parte de B.US; paga la financiación a tipo variable en USD LIBOR +  $\frac{1}{2}$  más un premio de  $\frac{1}{4}$  y el reembolso del capital; se trata de un Swap combinado de divisas y de tipos de interés tipo fijo / tipo variable.

Podemos hacer el balance de cada parte en el esquema de los flujos financieros propuestos:

- E1.US: Gastos: LIBOR +  $\frac{1}{2}$  + 8% + 1%  $\frac{1}{4}$   
Beneficios: LIBOR +  $\frac{1}{2}$   
Coste de la financiación: 9%  $\frac{1}{4}$  sobre el mercado de los préstamos a tipo fijo en USD.  
Coste comparado sin el Swap: 10%
- E2.US: Gastos: 8% + 7%  $\frac{1}{2}$  + 1%  $\frac{1}{2}$

Beneficios:  $8\% + 1\%$

Coste de la financiación:  $7\%$  sobre el mercado de los préstamos a tipo fijo en EUR

Coste comparado sin el Swap:  $8\%$

- B.S.: Gastos:  $7\% \frac{1}{2} + \text{LIBOR} + \frac{1}{2} + \frac{1}{4}$

Beneficios:  $7\% \frac{1}{2} + \frac{1}{4}$

Coste de la financiación:  $\text{LIBOR} + \frac{1}{2}$  sobre el mercado de los préstamos a tipo variable en USD

Coste comparado sin el Swap:  $\text{LIBOR} + \frac{3}{4}$

- B.US: Gastos:  $8\% + 1\% + 7\% \frac{1}{2} + \frac{1}{4} + \text{LIBOR} + \frac{1}{2}$

Beneficios:  $8\% + 1\% \frac{1}{4} + 8\% + 1\% + \text{LIBOR} + \frac{1}{2} + \frac{1}{4}$

Remuneración por su posición de intermediario:  $\frac{3}{4}\%$

Todas las partes se benefician de la operación. Hay que notar que B.US y B.S no se conocen en la práctica. Entonces podemos concluir que los Swaps combinados:

- Pueden tener unas formas variadas y complejas, descomponibles en actos jurídicos más simples; es por eso que no hace falta considerar el Swap como un contrato único, sino como una familia de contratos con características comunes.
- Tienen características idénticas a los Swaps de base: la idea financiera relativa es siempre aprovechar unas diferencias existentes en el mercado, para ofrecer a los operadores sobre los Swaps el acceso a financiaciones que desean, a costes inferiores a los que podrían obtener ellos mismos;
- Se evidencian dos tendencias principales en su evolución, respondiendo a las exigencias de los operadores sobre los Swaps: una mejora de la liquidez del mercado, y el incremento de la seguridad de las transacciones, principalmente conseguidas gracias a la intermediación casi sistemática de los bancos.

### 1.3.2. Las formas híbridas de Swaps

El desarrollo de la competencia entre las instituciones que utilizan los Swaps ha contribuido a la evolución del producto. Los bancos han desarrollado estos productos con mucha imaginación, ya que para evidenciar sus conocimientos y reforzar su reputación frente a la clientela, han creado muchas “construcciones” adaptables a cualquier tipo de exigencias. Después de, sabiamente, utilizar todas las combinaciones posibles de Swaps “clásicos”, han experimentado técnicas financieras híbridas,

mezclando elementos tradicionales y elementos externos provenientes de otros instrumentos financieros; eso ha provocado la apertura de un nuevo campo de estudio de proporción ilimitada, aunque sólo algunas figuras han sido utilizadas. Analizaremos las técnicas modificadoras de la gestión del capital (1.3.2.1), las opciones de Swap (1.3.2.2).

### **1.3.2.1. Las variantes modificadoras de la gestión del capital**

Este tipo de Swap está concebido para adaptarse a las características del activo o del pasivo sobre el cual el inversor quiere realizar el Swap. Es imprescindible una perfecta adaptación para que el Swap sea eficaz y la operación sea rentable. Si los flujos financieros no coinciden, hay un desfase que una de las partes tiene a su cargo; ahora bien este tipo de situación puede producirse con más frecuencia porque los activos financieros no siempre tienen la forma más simple y constante que hemos visto en los ejemplos anteriores.

#### **1.3.2.1.1. Los Swaps con amortización del capital ("Amortizing Swaps")**

Se encontrarán normalmente en las entidades que tienen un pasivo financiero redistribuido en más años de amortización.<sup>95</sup> Por las mismas razones que en los casos anteriores, esta entidad puede desear transformar una de las características de este activo o pasivo: tipos variables en tipo fijo, cambio de divisas..., donde su objetivo es cubrirse a plazo los riesgos de cambio y los riesgos de evolución de los tipos. Un Swap clásico no puede responder a su necesidad en cuanto considera sólo una parte de un capital fijo y constante y no se plantea amortizarlo. Para una persona que tiene este activo o pasivo podría realizar un Swap por el importe inicial, pero estaría obligado a realizar en la contrapartida los pagos excedentes del capital más los intereses de la primera parte de la amortización, algo que sirve para completar su pasivo o activo financiero con otros nuevos por cada amortización; pero sería un absurdo ya que perdería todas las ventajas de una amortización pasiva inicial. Otra solución sería firmar el Swap por una parte inferior del capital, pero no sería conveniente, ya que el Swap no permitiría cubrir el conjunto de los pagos a efectuar sobre el pasivo o el activo inicial (las coberturas serían

---

<sup>95</sup> Nsu, G.T.R.: "Assessing the risks to Swap users", Euromoney Publications Supplement enero 1986, pg 109

solo parciales), y además los pagos debidos serían superiores al crédito inicial, suprimiendo entonces las ventajas de la amortización. Queda demostrado que el Swap no es apto para esta situación. Por eso la idea es adaptarlo a las variaciones del mismo capital.

El Swap conlleva entonces un plan de amortización idéntico al del pasivo o activo subyacente.<sup>96</sup> Las transferencias de divisas y de los tipos de interés se realizan a partir de esta base de la principal variable.<sup>97</sup> Supongamos que una empresa española haya contratado un préstamo de 6 millones de EUR a tipo fijo amortizable en 4 plazos anuales de 1,5 millones cada una y que anticipa una rebaja de los tipos de interés. Puede pensar en entrar en un Swap que le permitiría transformar su deuda a tipo fijo en deuda a tipo variable. Pero tendrá muchas dificultades al determinar el importe del capital sobre el cual deberá montar el Swap clásico, esto variaría entre los 6 millones de EUR y 0 EUR. En cambio podrá entrar en el Swap con una amortización que funciona de la siguiente manera; se obligará a pagar a su contrayente el importe de los intereses a tipo variable en cada vencimiento previsto en el contrato de Swap calculado a partir del capital por cada plazo de reembolso; recibirá de su contrayente el importe de los intereses a tipo fijo, en los mismos vencimientos calculados a partir del mismo importe en capital variable a cada vencimiento del reembolso. Los vencimientos previstos en el contrato de Swap coinciden exactamente con el plan previsto en el préstamo inicial. Un mecanismo de compensación, que comporta un pago alternativo según la evolución de los tipos de interés puede completar el Swap descrito abajo.

El Swap funciona con cuatro tipos de intereses sucesivos en el tiempo, aplicables respectivamente a los importes de 6, 4, 2 y 0 millones de EUR, pero este tipo de Swap no se puede realizar exclusivamente con un banco. Hay pocas posibilidades de encontrar otra entidad que tenga préstamos simétricos con las mismas características de vencimiento y sobretodo de amortización. El banco que disponga de numerosas posiciones de Swaps abiertas, tendrá menos dificultades en encontrar contrapartidas, que se obliguen sucesivamente en Swaps independientes de 6 millones de EUR a un año, luego 4 millones a dos años y así sucesivamente. La existencia de estas posiciones abiertas en periodos breves puede ser una ventaja para el banco, en la medida en que puede usarlas para cubrir otros Swaps donde la contraparte tenga un contrato más corto de uno o dos años.

---

<sup>96</sup> Eurmoney Supplement enero 1986, ob.cit., "Swap winners, Swap losers", pg 92

<sup>97</sup> Eurmoney Supplement enero 1986, ob.cit., Layard-Lifsching R: "Swap fever", pg 105

### **1.3.2.1.2. Los Swaps sobre capital creciente (“Drawdown Swaps”)**

Se trata de un Swap reservado a las partes implicadas en un proyecto de construcción o de inversión de gran importancia.<sup>98</sup> Este tipo de actividad normalmente viene financiado por las líneas de crédito por las cuales el constructor o el inversor reciben los importes necesarios para la realización de la obra, según las necesidades. El hecho de poder sacar dinero con mucha facilidad comporta el pago de un tipo de interés más elevado respecto a la evolución del mercado. Es por eso que un Swap podría representar una válida alternativa para transformar las características de esta fuente de financiación.

La rescisión de un Swap tiene el problema del importe de la transacción. En el momento inicial del proyecto de inversión, el importe recibido por las líneas de crédito es fiable y un Swap tiene poco interés; los importes recibidos van creciendo y el Swap pierde valor con el paso del tiempo. De estas observaciones ha llegado la idea de los “Drawdown Swaps”: prevén desde el inicio un proyecto de inversión que será el plan de los ingresos de los fondos necesarios para el cumplimiento de las obras; organizan entonces un Swap en función de este calendario predeterminado donde el capital aumenta en cada ingreso. Es el inverso de la operación de Swap con amortización.

Por ejemplo, una empresa de construcción debe realizar una urbanización y ha obtenido un crédito a tipo variable en el cual puede utilizar hasta 75 millones de EUR durante 5 años. La empresa establecerá el calendario de la obra, previendo las fechas donde recurrirá a la línea de crédito. Una vez completado el calendario, puede entrar un Swap para transformar su financiación de tipo variable a tipo fijo. Pongamos que utilice 15 millones de EUR cada año: el Swap será sobre 15 millones el primer año, sobre 30 en el segundo y así sucesivamente.

Este montaje funcionaría así si la empresa entra el primer año en un Swap de 15 millones de EUR por 5 años, el segundo año en un Swap de 15 millones por 4 años a las mismas condiciones de tipo, hasta un último Swap de 15 millones por 1 año, siempre con las mismas condiciones de tipo. La ventaja de un “Drawdown Swap” es fijar desde el inicio del proyecto las condiciones de los futuros Swaps realizados por cada plazo del préstamo.

---

<sup>98</sup> Euromoney Supplement enero 1986, ob.cit., Layard-Liesching R, ob.cit., pg 109

Un riesgo a tener en cuenta en este tipo de Swap: el calendario de las recaudaciones previstas al inicio del proyecto corresponde económicamente a las necesidades de la empresa en su actividad de construcción. Si las obras tuvieran retrasos las fechas para recaudar fondos determinada en el calendario serían inútiles, ya que todo se retrasaría. Aparece entonces un “mis match” entre el Swap o el préstamo realizado, que puede resultar muy caro a la empresa. En este caso, la particularidad de la transacción demuestra que es prácticamente imposible para el inversor encontrar una contraparte con necesidades exactamente simétricas. La intermediación de los bancos es la condición de éxito y de desarrollo de esta técnica.

#### **1.3.2.1.3. Los Swaps diferidos (“Deferred Swaps”)**

Este tipo de Swap permite prever con mucho tiempo de antelación su gestión de tesorería y de organizar su cobertura. Consiste en un Swap clásico cuyas modalidades vienen fijadas inmediatamente pero cuyos efectos están previstos en una fecha fijada en el futuro.<sup>99</sup> En la fecha prevista, el Swap entra en vigor tal y como un Swap recién firmado. La ventaja es poder aprovechar un mercado favorable o un anticipo diferente de la de los demás agentes económicos, para beneficiar de tipos más ventajosos que los del momento donde el Swap será necesario.

Supongamos que una empresa prevé una rebaja de los tipos durante seis meses, pero que anticipa un alza después de esta fecha; esta empresa tiene una deuda importante a tipo variable y piensa que será necesario transformar el tipo fijo a seis meses para no sufrir el aumento de los tipos. Será entonces un Swap tipo variable / tipo fijo en seis meses, pero sabe que la situación del mercado de Swaps habrá cambiado por esas fechas si su previsión se revela acertada: habrá mucha demanda de Swap tipo variable / tipo fijo, tendrá dificultades en encontrar una contraparte y los bancos pedirán una comisión alta para la intermediación. Sin embargo, en el momento actual tendría más facilidades en encontrar una contraparte, ya que muchas entidades prevén un futuro inverso al que prevén otras empresas. Es por eso por lo que han sido creados los Swaps diferidos: las partes acuerdan hoy Swappear un determinado importe en tipo variable / tipo fijo, a estos tipos, y según el mismo calendario, y prevén en una fecha predeterminada el comienzo del Swap y sus efectos. Una vez firmado el contrato, las

---

<sup>99</sup> Euromoney Supplement enero 1986, ob.cit., pg 109

obligaciones de las partes son irrevocables. Todas las formas de Swap que hemos estudiado hasta hoy son susceptibles de ser organizadas en Swap diferidos.

### **1.3.2.2. Las opciones sobre Swap o “Swaptions”**

Las opciones sobre Swaps son opciones sobre tipos de interés cuya popularidad también va en aumento. Dan al propietario el derecho de firmar un Swap de tipos de interés en un determinado momento en el futuro. El propietario tiene el derecho pero no la obligación de ejercer este derecho, éstas son las “Swaptions”. Un ejemplo de opción sobre Swap puede ser, una empresa que sabe que firmará dentro de seis meses un acuerdo de préstamo a cinco años a un tipo variable y sabe que desearía intercambiar los pagos de interés variable por pagos de interés fijo para convertir el préstamo a uno de tipo fijo. A cambio de la cantidad, la empresa podría firmar una “Swaption” y obtener el derecho a intercambiar los pagos de interés variable por un cierto pago de interés fijo, suponemos a 12% anual, para un periodo de 5 años que empezaría dentro de 6 meses. Si el tipo fijo sobre un Swap “bullet” a 5 años, dentro de seis meses resulta ser menor que el 12% anual, la empresa no ejercerá la “Swaption” y firmará un acuerdo de Swap habitual. Si resulta ser mayor de 12%, la empresa ejercerá la “Swaption”.

Este tipo de opciones proporcionan a las empresas como la que acabamos de considerar una alternativa a los Swaps a plazo. Éstos últimos no suponen costes de entrada, aunque tienen la desventaja de obligar a la empresa a firmar un acuerdo de Swap predeterminado.

Con una opción sobre Swap la empresa es capaz de beneficiarse de los movimientos favorables del tipo de interés mientras adquiere protección contra los movimientos desfavorables. La diferencia entre una “Swaption” y un “Forward” Swaps es análoga a la diferencia entre una opción sobre divisas y un contrato a plazo sobre divisas.<sup>100</sup>

Una “Swaption”, es un acuerdo de intercambio de un tipo fijo por otro tipo variable, por lo tanto puede considerarse como una opción para intercambiar una obligación de tipo fijo por la cantidad principal del Swap o para intercambiar una obligación de tipo variable por la cantidad principal del Swap. Podemos hablar en este caso de opciones sobre obligaciones. Si una opción sobre Swaps da al propietario el derecho a pagar fijo y recibir variable, se habla de venta sobre una obligación de tipo

---

fijo con un precio de ejercicio igual al principal. Si una opción sobre Swap da a su propietario el derecho a pagar variable y recibir fijo, es una opción de compra sobre la obligación de tipo fijo con un precio de ejercicio igual al principal.<sup>101</sup>

Se trata de una evolución muy importante de los Swaps que se mezclan con otra técnica financiera y con varios matices. La unión de estas dos técnicas puede abarcar muchas formas diferentes. Según un autor existen más de treinta formas de opciones de Swap. Las opciones de Swap se inspiran en las características fundamentales de todas las opciones. La compra de una opción da el derecho a realizar una operación, o a no realizarla, durante un periodo comprendido entre la fecha de la firma y la fecha denominada “de ejercicio de la opción”. La operación se define en el momento de la firma y sus condiciones no pueden variar hasta la fecha de ejercicio. El comprador de la operación obtiene el derecho mediante el pago de un premio. La opción se denomina “europea” si en el momento de realizar la operación objeto de la opción no puede realizarse hasta la fecha del vencimiento; y, se llama “americana” si la operación puede ser realizada en cualquier momento entre la compra de la opción y la fecha de ejercicio. Es el comprador de la opción quien tiene el control de la realización de la operación. El “strike” que corresponde al precio de ejercicio está constituido por las modalidades de la operación.

En este tipo de opción el objeto es el mismo contrato de Swap y no uno de sus complementos. El comprador de la opción obtiene el derecho de entrar o no en el Swap hasta la fecha del ejercicio de la opción.<sup>102</sup> Si no entra en el contrato de Swap en la fecha de ejercicio, la opción llega a su vencimiento y ya no se puede efectuar el Swap.<sup>103</sup> Las características del Swap (importe, formas de Swap, tipos, vencimiento...) están previstas en el momento de la compra de la opción. Es posible instaurar un mecanismo de prórroga de la opción hasta una nueva fecha de ejercicio mediante el pago de un nuevo premio. La mayoría de las opciones son de tipo americano.<sup>104</sup> La opción puede establecerse en todas las formas de Swap existentes y anteriormente descritas.

---

<sup>102</sup> Fiorucci, A.: presentación organizada por la oficina de formación y documentación internacional de los "Swaps" Hotel Lutetia Concorde, París, 11 marzo 1986

<sup>103</sup> Pritchard, D.: "Swap financing techniques", Citicorp guide, Euromoney Publications mayo 1984, pg 85

<sup>104</sup> Taufflien, C.M.: "Les options de Swap d'intérêts: technique de couverture par les entreprises", Revue de Banque, n°468, enero, 1987, pg 60



El mecanismo y la lógica de utilización son las mismas que para las opciones que tienen por objeto cualquier instrumento financiero. El comprador de la opción se reserva la posibilidad de aprovechar el Swap si esto se confirma útil respecto a una evolución desfavorable de los tipos de cambio o de interés; si al contrario los tipos evolucionan en un sentido favorable, el comprador de la opción no la ejercerá para aprovecharse de esta evolución. Tendrá interés en esperar el momento donde el beneficio sea superior al premio pagado. La entrada en un Swap depende igualmente de las previsiones sobre los tipos por parte del comprador de la opción. Si se revelan incorrectas, no entrará en el Swap, aunque los tipos sean en el momento favorable. La ventaja de la opción es que cualquiera que sea la evolución de los tipos, puede limitar la pérdida al importe del premio, dejando intacto el útil.

Por ejemplo, una empresa española tiene una deuda a tipo variable y prevé un aumento de los tipos a seis meses. Quiere entrar en un Swap diferido para transformar, en seis meses, su deuda de tipo variable a tipo fijo. Pero tampoco está muy segura de sus previsiones y prefiere, por prudencia, comprar una opción de Swap a seis meses. La adquiere entonces para un Swap con tipo de interés, tipo variable / tipo fijo cuyas características se fijan hoy; supongamos que se trate de transformar el LIBOR +  $\frac{1}{4}$  en fijo al 8%. La compra de la opción vale 1/8% anual, correspondiente al coste de la supresión del riesgo.

Varios casos se pueden presentar:

- Los tipos aumentan durante el periodo de ejercicio de la opción, rebasando el tipo del 8%  $\frac{1}{8}$  (tipo de Swap + premio), y la empresa piensa que esta evolución es duradera. Quiere ejercer su opción, desde el momento en el que los tipos superan el 8%  $\frac{1}{8}$ , y entrar en el Swap, antes de la fecha de ejercicio de la opción porque es de tipo americano. La opción entonces es muy rentable, porque ofrece un beneficio igual a la diferencia entre los tipos del mercado y el 8%  $\frac{1}{8}$ .
- Los tipos aumentan durante el periodo de ejercicio de la opción, rebasando el tipo del 8%  $\frac{1}{8}$ , pero la empresa observa sus previsiones y se da cuenta de que este aumento ya no es actual, siendo más probable una rebaja. La empresa tiene todavía interés en entrar en el Swap, a partir del momento en que los tipos de interés alcancen el 8%  $\frac{1}{8}$ ; en caso contrario, debe pensar en entrar en un Swap inverso a tipo fijo /tipo variable para cubrirse contra los efectos de la rebaja.
- Los tipos se paran y rebajan durante el periodo de ejercicio de la opción, quedando inferior al 8%, la empresa no tiene interés en entrar en el Swap. La

opción le ha costado 1/8%; si prevé un nuevo aumento, entrará en un Swap para encontrar en el mercado al tipo inferior del 8%; la empresa ha limitado entonces su pérdida al importe del premio.

El mismo razonamiento se puede aplicar para todas las categorías de Swaps. Dos criterios son determinantes para la decisión del comprador respecto a la utilización de la opción: la evolución de los tipos y las previsiones del comprador, donde la evolución de los tipos justifica el ejercicio de la opción. Las ventajas de la opción de Swap respecto a un Swap negociado el día clave, son las mismas que las ofertas por un Swap diferido; la posibilidad de aprovechar un tipo actual más conveniente del futuro y la facilidad para encontrar una contraparte. La ventaja suplementaria de la operación de Swap respecto al Swap diferido es que ofrece una seguridad al comprador de la opción en el caso que se verifique una evolución del mercado diferente de sus previsiones.

La opción de Swap es un instrumento útil para la cobertura de un activo o de un pasivo financiero presente o futuro. Es también un medio para adelantar unas operaciones de tesorería, al fin de realizarlas a un mejor precio, concediendo una cierta dilatación para verificar la confirmación de las previsiones.<sup>105</sup>

Existen muchos objetos posibles de opciones cuando nos interesamos en un Swap. Veremos que existen unas opciones que tienen por objeto la organización temporal de los Swaps y otras que tiene por objeto la realización del Swap mismo.

Las opciones que tienen por objeto la organización temporal de los Swaps son tres: las opciones que tienen por objeto la fecha de entrada en vigor del Swap ("Timing option"), las opciones que permiten retrasar la fecha de entrada en vigor del Swap ("Extendible Swap") y las opciones que permiten adelantar la fecha del vencimiento ("Puttable Swap").

Las opciones que tienen por objeto la fecha de entrada en vigor del Swap, crean un mecanismo muy parecido al de los Swaps diferidos. El titular de la opción obtiene el derecho a elegir libremente la fecha en la cual desea ejercer el Swap.<sup>106</sup> Pero no puede renunciar al mismo Swap; está obligado a entrar en el Swap si no elige la fecha de entrada en vigor antes de la fecha de ejercicio de la opción, entonces la fecha de ejercicio de la opción es la fecha de entrada en vigor del Swap. Se trata de un Swap diferido cuyo comprador controla el tiempo para diferir. Volviendo al ejemplo anterior,

---

<sup>105</sup> Ver también: Campo Ravegna, J.: "Análisis y valoración de las Swapciones", Actualidad Financiera, agosto 1996, pgs 21-28

<sup>106</sup> Pritchard, D.: "Swap financing techniques", Citicorp guide, Euromoney Publications, mayo 1984, pg 98

se nota el interés de la opción; si la empresa ha comprado una “timing option” con duración de 9 meses, podrá ejercerla al final de los 9 meses si los tipos no han incrementado más del valor presuntamente anticipado.

Las opciones permiten retrasar la fecha del vencimiento del Swap (“Extendible Swap”), permiten reducir el coste de un préstamo a tipo fijo. Esta situación no interesa a las entidades que desean transformar una financiación con tipo variable en una con tipo fijo.<sup>107</sup> El coste de un préstamo a tipo fijo está, a todos los efectos, directamente vinculado a su duración: cuanto más largo es el préstamo, más elevado es el tipo fijo. Esto viene explicado por los financieros mediante la curva del rendimiento positivo y se basa en el hecho de que el riesgo de crédito es más grande. Puede pasar que la curva de rendimiento sea negativa, en este caso, la opción no es interesante. Esta subida del coste de los préstamos a largo plazo hace que el operador de Swap que cambia de un tipo fijo a uno variable corra el riesgo de pagar mucho más cara su financiación. La idea es reducir la duración del Swap a un periodo inferior a la del préstamo a tipo variable, para que la contraparte a tipo fijo tenga una inversión menos onerosa<sup>108</sup>. Para el periodo que queda por transcurrir, la contraparte realizará un nuevo préstamo a tipo fijo, con un tipo inferior al que hubiera tenido a largo plazo; para compensar esta ventaja relativa a una descomposición de la duración del Swap, el operador da a su contraparte la opción de realizar al menos un nuevo préstamo a tipo fijo; el que hace el Swap tiene el riesgo de deber asumir la parte final de su préstamo inicial a tipo variable, mientras que la contraparte tiene la posibilidad de ver reducido el coste del préstamo a tipo fijo.

Supongamos que una empresa tiene un préstamo de 7 años de 4,5 millones de EUR a tipo variable  $TMA^{109} + \frac{1}{4}$  y que desea transformarlo en tipo fijo para simplificar el preventivo de sus inversiones. Si entra en un Swap deberá pagar a su contraparte los intereses que tienen por objeto un tipo fijo sobre 7 años estipulado por este último. El hecho de que la curva de rendimiento sea positiva en el momento en EUR, conlleva a que el importe de los intereses a tipo fijo sobre 7 años que deberá pagar será más elevado respecto al tipo variable  $TMA + \frac{1}{4}$ . Es por eso que firmará un Swap de 4 años con su contraparte, que recibirá un préstamo a tipo fijo sobre un periodo de 4 años. El tipo será netamente inferior y puede ser también inferior al  $TMA + \frac{1}{4}$ . Al vencer este periodo de cuatro años, la empresa acuerda con la otra parte una opción que le permita

---

<sup>107</sup> Nsu, G.T.R.: “Assessing the risks to Swap users”, Supplement enero 1986, pg 112

<sup>108</sup> Euromoney Supplement, enero 1986, “Swap winners, Swap losers”, ob.cit., pg 92

<sup>109</sup> Tipo medio anual.

extender la duración del Swap si lo desea. Si la otra parte ejercita la opción, el Swap será ampliado por tres años más, periodo coincidente con el vencimiento del préstamo inicial a tipo variable. Para realizar esta ampliación, la otra parte deberá coger un préstamo, otra vez a tipo fijo, por 3 años y a un tipo aún inferior al de los préstamos a 7 años. El balance de la operación resulta positivo para la empresa, porque obtiene una financiación a tipo fijo sobre 7 años que es inferior respecto a un tipo sobre 4 años; la otra parte se encuentra con una operación de Swap normal con las ventajas que ya hemos valorado, con la posibilidad de que no utilice sino de que esté segura, de salir del Swap al final de los 4 años si la evolución de los tipos no le convence más. Si la contraparte no hubiese ejercitado su opción de ampliación del Swap, entonces la empresa debería hacerse cargo, otra vez, del pago de los intereses a tipo variable y encontrar una nueva contraparte u otra solución de cobertura. Este riesgo es la compensación del beneficio potencial que se puede realizar a tipo fijo.

Las opciones que permiten reducir la duración del Swap, suelen interesar a una entidad con un activo potencial que desea revender durante su vida, si el mercado o sus necesidades lo impusieran.<sup>110</sup> Este activo aporta un útil a tipo variable que la entidad en cuestión desearía transformar a tipo fijo. Puede entrar en un Swap de igual duración a la de su activo, pero con un riesgo: si el activo viene vendido o reembolsado se deberá pagar unos tipos de interés y se deberá sustituir el producto de la liquidación de este activo a un tipo idéntico o superior al anterior, para que el Swap siga siendo rentable. Otra solución consiste en entrar en un Swap con una duración más breve del activo, correspondiente a la fecha a partir de la cual el activo puede ser objeto de un reembolso anticipado y en el cual la entidad piensa poderlo revender. Pero si el activo no viene liquidado a esta fecha, la entidad recibe de nuevo unos pagos de intereses a tipo variable no transformados en tipos fijos como deseaba.

Para contestar a este tipo de situación han sido creadas las “puttable options”. Al final de un Swap así, la entidad que dispone del activo reembolsable o vendible entra en el Swap en el momento que desea, una vez la fecha límite sea alcanzada.<sup>111</sup> Si no desea abandonar el Swap, éste último seguirá hasta la fecha del vencimiento estipulada.

Supongamos que una empresa haya suscrito un préstamo obligacionario a tipo variable de una duración de 7 años y que tenga unos proyectos de inversión que le

---

<sup>110</sup> Nsu, G.T.R.: "Assessing the risks to Swap users", Euromoney Publications Supplement, enero 1986, pg 109

<sup>111</sup> Euromoney Supplement enero 1986, ob.cit., pg 92

permitan pensar en revender sus obligaciones antes del vencimiento y que desee transformar el tipo de variable a fijo. Entrará en un Swap clásico de tipos de intereses, tipo variable / tipo fijo, pero con una opción que le permitirá reducir el Swap de 3 años. Eso significa que a partir del cuarto año puede abandonar el Swap cuando desee para alinear sus obligaciones y realizar las inversiones que tenía previstas. El “puttable Swap”, tiene la doble ventaja de transformar sus beneficios a tipo variable en beneficios a tipo fijo y de asegurar la elasticidad necesaria para los otros imperativos de gestión. El Swap tiene, por contrapartida, las ventajas de todos los Swaps clásicos; el riesgo de ver la empresa salir del Swap está compensado con un premio que recibe al principio de la operación.





## **PARTE SECUNDA: EL RÉGIMEN JURÍDICO**

El trabajo de investigación cumplido hasta ahora puede considerarse preliminar para el jurista. Después de haber definido económicamente el contrato, en las siguientes páginas vamos a deducir el régimen jurídico.

Los Swaps son unas operaciones complejas pero que deben respetar las condiciones requeridas por todas las transacciones financieras: deben ser seguras y fáciles de concluir. Estos elementos imprescindibles, repercuten en la organización contractual que debe soportar y materializar la transacción.

El procedimiento de negociación debe ser rápido y muy simple, para que los tesoreros de bancos y de empresas puedan realizarlos sin retrasos. De hecho los Swaps se adaptan a los mercados de tipos de interés y de cambios; los operadores están obligados a tomar posiciones en tiempos muy cortos de la misma manera que hace falta que el soporte contractual no obstaculice la rapidez de la decisión.

Esta simplicidad de soporte contractual no debe tener, por contrapartida, una imprecisión jurídica y un defecto de seguridad. Una vez alcanzado el acuerdo entre tesoreros y cambistas, la transacción está considerada como definitiva y se tiene en cuenta simultáneamente en la cartera financiera de la empresa o del banco: las transacciones que siguen, tienen en cuenta esta nueva posición, y es toda la estrategia financiera la que depende en todos los momentos, de cada una de las decisiones precedentes. Eso implica que el acuerdo esté formalizado en un cuadro específico suficientemente fuerte para obligar a las partes en el momento de su acuerdo y de manera definitiva.

Por consiguiente, el soporte contractual debe ser capaz de dar cuenta de la complejidad de la operación: existe una infinidad de tipos, de fechas, de métodos de cálculo, de modalidad de pago, pero también de garantías, de cláusulas de indemnización, de cláusulas fiscales...

Estas obligaciones parecen difíciles de conciliar en cuanto unas serían satisfechas con un simple acuerdo telefónico; las otras con romances jurídicos, mientras otras necesiten de largas negociaciones para excluir y garantizar todos los riesgos específicos.

La casi totalidad de los instrumentos financieros deben hacer frente a esta situación contradictoria. Los más antiguos y los más sencillos entre ellos han resuelto la



cuestión: así es en unas operaciones en la Bolsa de valores, donde un simple orden telefónico transmitido al bróker o agente o al intermediario, permite a un inversor comprar, vender, unas opciones...y más en general todas las operaciones en todos los mercados organizados. La razón viene del hecho que las transacciones posibles no son indefinidas y pueden ser todas reglamentadas por unas instituciones de vigilancia del mercado; las operaciones intervienen en un lugar centralizado y pueden ser identificadas y controladas fácilmente en el momento de su entrada en el mercado; los procedimientos de garantía pueden ser organizados de manera genérica e independiente de las operaciones realizadas, bajo la forma, por ejemplo, de depósitos de garantía o de reclamos de margen. Hay, de alguna manera, una dilatación de la obligación contractual, mediada por las instituciones organizadoras del mercado y que se encuentra tanto en las condiciones de entrada en el mercado como en los periodos de no-actividad del mercado. Así, cuando el mercado funciona, las operaciones se concretizan en su más simple expresión, una llamada telefónica o un simple gesto.<sup>112</sup>

Nada de similar existe en el mercado de los Swaps. El mercado funciona todo el día y toda la noche en la superficie terrestre, sin tiempos muertos; las transacciones son bilaterales entre las partes que no se conocen y que no han sido sujetas a algún control o restricción al acceso; no existe ninguna garantía (depósito) que pueda asegurar a las partes; no hay reglas unánimes para definir las operaciones permitidas y los instrumentos de referencia, todo es posible y lo es de cualquier modo. Esta elasticidad hace interesantes a los Swaps, pero también crea dificultad de su formalización por parte de los juristas.

Hace falta poner en marcha un procedimiento contractual para encuadrar el trabajo de los financieros y asegurando la seguridad.

Realizaremos un análisis de los diferentes elementos de contrato: elementos personales (2.1.), elementos reales (2.2.), obligaciones principales (2.3.) y elementos formales (2.4.), y concluir con el tratamiento de los derivados financieros y, en particular de los swaps en la Ley Concursal (2.5.).

## **2.1. Elementos personales: las cláusulas preliminares**

Un contrato de Swap comienza desde un cierto número de puestas a punto que ilustran la estructura de la operación, las partes afectadas, el fin de la transacción y dan

---

<sup>112</sup> Sul PIT por ejemplo entre el Boxman, el Flasher y el Negociador.

las bases permitiendo la comprensión de los mecanismos descritos en el contrato. Las explicaciones preventivas son tres: la identificación de las partes y la estructura del acuerdo (2.1.1.), el preámbulo (2.1.2) y las definiciones (2.1.3).

### **2.1.1. Identificación del las partes y estructura del contrato**

El acuerdo comienza generalmente, de modo clásico, con la indicación de las partes, su identificación, la precisión de las cuentas sobre las cuales serán efectuados los pagos y la fecha de conclusión del contrato.

El contrato de Swap choca en algunos casos con una primera dificultad, relativa al momento de su conclusión. Puede pasar, y es un caso frecuente, que el contrato de Swap se integre en una operación financiera más amplia, y sea subordinada a la realización de un cierto número de otras formalidades antes de que sea realmente necesaria para las partes. Eso pasa cuando el Swap va unido con una emisión de bonos. El lanzamiento final de los bonos es una operación delicada fuertemente sujeta a la aleatoriedad del ambiente económico y financiero. Una vez empezado, es muy difícil impedir que un lanzamiento llegara hasta el final, al menos para satisfacer el conjunto de los operadores implicados en el procedimiento.<sup>113</sup> Al mismo tiempo, retrasar un lanzamiento, por el hecho de la emisión retrasada del Swap, puede traer unas consecuencias negativas, ya que las oportunidades de posicionamiento en el mercado pueden haber desaparecido y las condiciones del mercado pueden haberse transformado, exigiendo una cédula más elevada o un vencimiento diferente. Tales variaciones resultan también fastidiosas para los originadores de bonos, cuyo lanzamiento depende de la realización de un Swap conexo, en cuanto a que deberá seguir las características finales del bono.<sup>114</sup>

Es entonces esencial que los contratos sean firmados simultáneamente, aunque ninguno de ellos esté sujeto a una condición que no podrá ser cumplida o comporte un derecho de ruptura que podría impedir la conclusión final de la transacción, en el caso de que el otro contrato sea formado correctamente. Es importante que los individuos que normalmente están considerados durante las negociaciones sean evidenciados antes de la conclusión de los demás contratos, o por lo menos que no haya alguna duda respecto

---

<sup>113</sup> Co. managers, subscriptores, organismos de subscripción.

<sup>114</sup> Henderson, S.K.: "Legal documentation in interest and currency Swaps", Swap Financing Seminar, The Hilton International, Londres, 7 julio, minutes, 1983, pg 2

a la posibilidad para las partes de cumplir sus obligaciones con unas características predeterminadas.

Unas de las grandes dificultades, en el caso de las emisiones en divisas extranjeras, es la existencia sistemática de una cláusula de imprevisto, en el contrato entre “managers” y el emisor.<sup>115</sup> Si tal cláusula era utilizada, el operador privado de su emisión se encontraría obligado a efectuar unos ingresos, en el cuadro de un contrato Swap, sin que estos pagos no cubran ninguna deuda sujeta. Dos soluciones son posibles: el emisor puede rechazar la introducción de la cláusula de “hairship” en el contrato de emisión en divisas; pero tal práctica se arriesga a chocar contra el rechazo de los managers y de los garantes de la emisión que se encontrarán expuestos, sin ninguna protección, a las oscilaciones del mercado; una aceptación es eventualmente probable si el manager de la emisión es una banco que sirve también como intermediario en el Swap, y que tiene interés en que las dos operaciones puedan ser realizadas. Una solución alternativa consiste en incluir una condición suspensiva en el contrato de Swap, vinculándolo a la conclusión de la emisión; esta solución es, a su vez, muy insatisfactoria para el intermediario cuando existe y para la contrapartida, que pueda tener unos imperativos respecto a otro contrato.

No hay soluciones satisfactorias a este problema de “timing” de los contratos; hace falta, de todos modos, que una de las partes de la operación financiera acepte el riesgo de una variación de las condiciones del mercado; la elección depende de las relaciones de comando entre los diferentes interventores.<sup>116</sup>

Entre las partes de la transacción puede ser indicado el intermediario cuando exista un caso de Swap doble. El hecho de que el Swap doble sea objeto de un contrato único, y no de dos Swaps simétricos es importante y responde a algo que los analistas han llamado el “Intermediary Theory”.<sup>117</sup> La idea es que el banco intermediario no pueda ser considerado como una parte independiente. Entrando en el Swap, acepta correr el riesgo del crédito de dos partes, pero no los riesgos accidentales como los cambios de la reglamentación o las influencias fiscales; el banco sabe defenderse contra

---

<sup>115</sup> La clausula Harship a menudo tiene esta forma: "The Managers may in their absolute discretion at any time prior to payment for the Bonos to the Issuer terminate this agreement by notice to the Issuer if in the opinion of the Managers there shall have been such a change in national an international monetary, financial, political or economic conditions, or currency exchange rates or exchange controls, as would in their view be likely to prejudice materially the success of the offering, distribution or Sale of the Bonos", In Euromoney, Special Financing Report, Londres, 1983, pg 106

<sup>116</sup> Waltins J.A: "Legal issues an documentation", Swap Financing Technique, Special Financing Report, Euromoney Publications, Londres, 1983, pgs 106

Henderson S.K., Price, A.M.: ob.cit., pgs 120 y ss

<sup>117</sup> Henderson S.K., Price, A.M.: ob.cit., pgs 120 y ss

los riesgos de crédito pero no desarrolla un rol de asegurador. Los cambios externos de reglamentación están a cargo de las partes. Además, las garantías serán pedidas por el banco, situación que encontramos raramente al revés. Estas razones nos llevan a mencionar la calidad particular del intermediario, ya al principio del contrato.

Hablando de las partes en "strictu sensu" y en carácter general, cualquier entidad o sujeto, público o privado, está potencialmente capacitado para concluir un Swap. Las reglas de la capacidad para contratar operan en este contrato como en cualquier otro (Art. 322 y 1263 del C. Civil).<sup>118</sup> En la práctica es indispensable:

- Que el sujeto tenga un patrimonio muy grande
- En distintos ordenamientos se supone que los sujetos son entidades de crédito, empresas, etc....aún en teoría cualquier sujeto puede estipular Swaps, y otras veces es la misma ley que establece que no todos los sujetos pueden desarrollar ciertas actividades relativas a la negociación de los Swaps.

Este modo de actuar empezó en los Estados Unidos.<sup>119</sup> Pero también encontramos ejemplos de tal conducta en toda Europa.

En España<sup>120</sup> el Ordenamiento limita la cantidad y la forma en que ciertas entidades pueden utilizar los derivados. La contratación de instrumentos negociados "OTC" (como los Swaps) por parte de tales entidades exige algunos requisitos entre los cuales destaca el que aquellos únicamente pueden concluir los derivados para alcanzar uno de estos fines: cobertura (hedging) o finalidades concretas de rentabilidad. Además, la cantidad de derivados que tales entidades pueden contratar es susceptible de modificación por parte de la CNMV, si las circunstancias del mercado lo requieren.

En Italia, la ley<sup>121</sup> determina que el desarrollo profesional de cara al público de los servicios de inversión sobre instrumentos financieros, está reservado a las empresas de inversión y a los bancos. La negociación por cuenta propia puede ser realizada por los intermediarios financieros inscritos en una lista determinada por la ley.

---

<sup>118</sup> Zamorano Roldan, S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2003, pgs 183 y ss

<sup>119</sup> Una explicación detallada del fenómeno norteamericano puede verse en Bo, F. y Vecchio, C.: *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Il Sole 24 Ore Libri, Milán, 1997, pgs 114 -117. Estos autores muestran como el Legislador americano se centra fundamentalmente en la regulación de la capacidad de las entidades gubernativas y de las operaciones que realizan las entidades financieras de inversión colectiva utilizando instrumentos financieros derivados.

<sup>120</sup> Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, relativa a las operaciones que realizan las entidades financieras de inversión colectiva utilizando instrumentos financieros derivados (punto 2, par. 5,3 y Disposición Adicional Segunda).

<sup>121</sup> Decreto Legislativo num. 58 de 1998, de 24 de febrero, Texto Único de las Disposiciones en Materia de Mercados Financieros, artículos 5 y 18, apartados 1, 2 y 3.

En Inglaterra,<sup>122</sup> según el artículo 23 de la "1986 Building Societies Act", pueden estipular una serie de contratos enumerados para reducir el riesgo de interés o de cambio. La sociedad que quiere tratar tiene que pasar un "Test" en el cual se intenta establecer el fin por el cual el contrato viene concluido, en caso contrario, el contrato es nulo.

En Francia, una circular ministerial de septiembre de 1992 establece que es inaplicable la "exception de jeu" a los contratos derivados concluidos por las entidades locales, es decir, no pueden contratar derivados con fines especulativos, pero solo como instrumentos de cobertura, porque serían "ultra vires", y, por ello, nulos. El "Conseil National de la Comptabilité", en una recomendación de 10 de julio de 1987, establece una serie de parámetros indicativos sobre el fin de cobertura, que es el que pueden tener los derivados concluidos por las entidades locales.<sup>123</sup> Si un tribunal administrativo declarase *ultra vires* un contrato estipulado por una entidad local, el contrato sería nulo para la contraparte de dicha entidad. Pero no todos pueden ser contrapartidas en un derivado estipulado con un ente local en Francia; sólo los bancos franceses autorizados para operar como instituciones de crédito.<sup>124</sup>

El derecho Inglés impide a las entidades locales concluir Swaps desde 1991, consecuencia directa de la resolución final del proceso Hazel vs. Hammersmith & Fulham Council. Tal causa fue la primera en Europa (1987) relativa a Swaps.

En Italia, la situación se limita al texto del apartado 15 del artículo 49 de la Ley de 27 diciembre de 1997, núm. 499, relativo a la extinción anticipada de los préstamos contratados por entidades locales en vigor al 31 de diciembre de 1996, utilizando las ganancias de nuevos préstamos de importe no superior a 25 por ciento de lo adeudado al finalizar el año anterior. La norma es de una complejidad tal que el Ministerio del Tesoro ha emitido una Circular el 2 de septiembre de 1998, la circular núm. 26 549, para su interpretación.<sup>125</sup>

### **2.1.2. El preámbulo**

El preámbulo explica las razones por las cuales las partes han decidido finalizar el contrato. Es útil por dos motivos.

---

<sup>122</sup> Bo, F., Vecchio, C.: ob.cit., pgs 107-111

<sup>123</sup> Una descripción detallada de cada criterio se puede ver en Bo, F. y Vecchio, C. ob.cit. pgs 125 - 126

<sup>124</sup> Bo, F., Vecchio, C.: ob.cit., pg 127

<sup>125</sup> Un comentario en la circular ABI, serie legal, núm. 34 de 2 de noviembre de 1998.

Permite ilustrar las motivaciones de las partes y descartar los riesgos de ver el contrato calificado a la par. Si la cuestión ha sido resuelta por la ley de 11 de julio de 1985 en Francia, no ha encontrado en todos los países tal consagración legislativa; sigue siendo útil, en algunas legislaciones, defenderse contra las malas interpretaciones posibles. El preámbulo insiste sobre el aspecto del tratamiento del riesgo del tipo obtenido por el contrato. El contrato marco compuesto por la Association des Trésoriers de Banques preveía un tal preámbulo, en los términos siguientes: “Artículo 1: en el cuadro de la gestión de sus préstamos y depósitos, A y B se acuerdan en una operación de intercambio de tipos de interés siguiendo los términos aquí mencionados”.<sup>126</sup>

Una segunda ventaja es que permite una mejor ejecución de algunas disposiciones del contrato. El contrato puede evidenciar el valor de los pasivos sujetos que las partes desean cubrir, o sobre los cuales desean realizar unos arbitrajes. Así el preámbulo ofrece unas preciosas indicaciones permitiendo con más facilidad el cálculo de las pérdidas que derivan de una eventual rescisión del contrato. Todo eso es importante para los contratos que utilizan el método de la indemnización por rescisión. Añadimos que el preámbulo puede ayudar a la calificación del contrato como un “financial accomodation” en derecho americano, algo que ofrece unas ventajas a la contraparte en caso de procedimiento judicial.

¿Cuál es el valor jurídico del preámbulo? Ninguna jurisprudencia, según nuestros conocimientos, ha aclarado este asunto. Al contrario, la doctrina,<sup>127</sup> parece reconocer el rol del preámbulo. Describe y confirma un cierto número de hechos jurídicos que pueden tener un peso en la interpretación del contrato y en la búsqueda de la responsabilidad de las partes. El preámbulo da unas reglas generales, las cláusulas, las reglas particulares. De vez en cuando el preámbulo describe la unión con el pasivo sujeto. Esta descripción es para aclarar la intención de las partes pero no provocaría una globalización del Swap y de la operación sujeta.

### **2.1.3. Las definiciones contractuales**

Las definiciones permiten la comprensión de las palabras del vocabulario que serán utilizadas en la presentación de las obligaciones contractuales. Son muy

---

<sup>126</sup> Revue de Banque, n°448, marzo 1985, pg 251

<sup>127</sup> Ghestin, J.: *Traité de Droit Civil, Les Obligations, Le Contrat: Formation*, 2a edición, París, 1980, pgs 278 y ss

importantes porque las costumbres son a menudo diferentes de una plaza financiera a la otra y también de un operador a otro. Una mala comprensión de un detalle tan insignificante como el número de días laborales a tener en cuenta en el año puede tener consecuencias muy graves sobre los vencimientos o los importes de los pagos mismos; cuando sabemos que los Swaps vierten sobre pasivos sujetos de varios millones de dólares, 1/365mo del tipo de interés representa un importe consecuente.

Las definiciones recuerdan lo que son: un día laboral de una divisa, el periodo de aplicación de la divisa o de los tipos de interés, las bases de cálculo de los importes de los pagos, los vencimientos de los pagos, iniciales, para los datos temporales del contrato.<sup>128</sup>

Hace falta prever en qué fechas pueden ser realizados los pagos; éstos dependen de los periodos de cálculo de los intereses y también por los días laborales en las plazas financieras de las divisas consideradas. Así un contrato entre un sujeto español y otro americano, por ejemplo, debe prever unas soluciones si un pago debe ser realizado el día del "Thanksgiving americano", y que estos pagos correspondan para el español a un vencimiento de una emisión conexas; por ejemplo, la definición preverá que en el caso de un día no laborable, correspondiente a la fecha del pago, éste deberá realizarse el primer día anterior al día festivo.

Se añadirán las definiciones que permiten el cálculo de los importes a pagar. Se trata de una explicación de los tipos fijos, tipo variable, tipo de cambio de divisas, del importe de los pagos, es decir, de la ecuación que permite pasar del tipo al importe bruto a pagar. El código "ISDA" es el más claro y el más completo en estas descripciones.<sup>129</sup> Las definiciones son extremadamente precisas, sobre todo en lo que respecta a la determinación de los pagos, en cuanto a que es el corazón del mismo contrato, y unas pequeñas diferencias de interpretación pueden reponer en causa el equilibrio del contrato. Las definiciones relativas al pago ocupaban 22 de las 60 páginas ya en el código "ISDA" 1986.<sup>130</sup>

---

<sup>128</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pgs 120 y ss

<sup>129</sup> Código "ISDA" 1986, secciones 4.1 hasta 4.6, artículos 5,6,7

<sup>130</sup> Hace falta algo más que una página del Código "ISDA" para explicar una operación tan sencilla como el cálculo de los importes ligados al tipo fijo, sin que sean definidos los tipos, ni los periodos de cálculo: "sección 5.1: Calculation of a Fixed Ammount: The Fixed Ammount for each applicable Payment Date in respect of any Calculation Period will be

a) if an amount is specified for the Rate Swap Transaction as the Fixed Amount payable in respect of that Calculation Period, such amount; or  
b) if an amount is not specified for the Rate Swap Transaction as the Fixed Amount payable in respect of that Calculation Period, an amount calculated on a formula "Basis" in respect of that Calculation Period as follows: fixed amount= notional amount X fixed rate X fixed rate day count fraction".

Los términos útiles para las otras cláusulas del contrato están igualmente definidas en esta parte del contrato: como términos necesarios para la comprensión de los mecanismos de rescisión: valor de sustitución, precio del mercado, fecha de rescisión, fecha de cálculo de las indemnizaciones.<sup>131</sup>

Las definiciones responden al primer pensamiento de la armonización del vocabulario. Son originales respecto a los otros contratos, en cuanto se aplican a unas operaciones de un nivel muy alto de tecnicidad financiera, cuya formación supone un acuerdo muy preciso sobre unos puntos técnicos que no pertenecen al vocabulario habitual del jurista.

## **2.2. Elementos reales: la elaboración contractual bilateral**

Las partes pueden regular sus relaciones de dos maneras según se realicen o no frecuentes transacciones entre ellos, bien concluyendo, los Swaps de manera independiente cada vez o bien previniendo un acuerdo que regule todas las transacciones futuras. Para explicar las diferentes posibilidades, analizaremos en un primer tiempo la cronología de la realización de un Swap: el acuerdo verbal (2.2.1.), el acuerdo sobre las disposiciones esenciales (2.2.2.), las dudas de la formalización de los Swaps (2.2.3.) y el contrato final, la “Supersending Documentation” (2.2.4.)

### **2.2.1. El acuerdo verbal**

La primera etapa consiste en una obligación verbal de los tesoreros que operan en los mercados de los Swaps. Durante sus conversaciones telefónicas, establecen las modalidades económicas esenciales del Swap así como las garantías que quieren aportar a su contraparte (aval, letra de crédito o garantía). La conclusión del contrato es perfecta ya en el momento del intercambio de consensos; el hecho de que esté concluido por teléfono, no pone particulares problemas legales. De hecho los contratos concluidos por teléfono están considerados, en relación al momento de la conclusión, como contratos

---

A todo eso sigue una página de definiciones que precisa que es un Fixed Rate, un Fixed Rate Day Count Fraction; “ISDA” code 1986 pg 8

<sup>131</sup> Condiciones generales del AFB, ob.cit., pg 54



entre presentes<sup>132</sup>; desde el punto de vista de la prueba, no evidencian ninguna dificultad, ya en Francia hace 32 años con la ley de 12 de julio de 1980<sup>133</sup>, la cual ha modificado el artículo 109 del código de comercio francés, dispone hoy “solamente a exclusión de los comerciantes, los actos de comercio pueden probarlos mediante todos los medios a menos que sea contrariamente dispuesto por la ley”<sup>134</sup>.

Esta solución está considerada en el derecho belga.<sup>135</sup> En el derecho español como en los Estados Unidos por ejemplo, el acuerdo verbal no es suficiente para el reconocimiento del contrato por parte del juez,<sup>136</sup> el contrato se formalizará solo con la firma del contrato (confirmación) enviada por parte del banco y firmada por el cliente final.

### 2.2.2. El acuerdo sobre las disposiciones esenciales

Para satisfacer las disposiciones del "Statute of Fraude" de Nueva York, o para constituir un medio de prueba más fácil que en países como Francia, una de las partes prepara y envía una carta de confirmación o un telex que resumen los elementos esenciales convenidos mediante teléfono y pide una respuesta. Dos situaciones se pueden presentar:

Si la carta o el “Swift” siguen un acuerdo oral en un país donde la ley reconoce validez a las obligaciones orales, estos documentos escritos tendrán el carácter del documento de confirmación. No añaden nada a la validez del contrato, pero rinden su prueba más fácil.

Si no ha habido un acuerdo oral preventivo, o si este acuerdo no tiene un valor jurídico, como en los España, la carta o el “Swift” serán los instrumentos de la

<sup>132</sup> Aubert, J.L.: "Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat", L.G.D.J., París, 1970, pg 377; en Ghestin, J.: *Traité de Droit Civil, Les Obligations, Le Contrat: Formation*, 2a edición, París, 1980. ; Weill, A., Terre, F.: *Droit Civil, Les Obligations*, Dalloz, París, 1986

<sup>133</sup> Parleani, G.: "Un texte anachronique: le nouvel article 109 du Code de Commerce", D.1983, chr XII pg 65, y Chamoux, F.: "La loi du 12 juillet 1980: une ouverture sur de nouveaux moyens de preuve", J.C.P. 1981.I.13008, Viatte, J.: "La preuve des actes juridiques, commentaire de la loi du 12 juillet 1980", Gaz.Pal., París, febrero, 1980, pg 581; Romain, F.: "La réforme de la preuve des actes juridiques", Act. Jur. pg I., París, 1980, pg 773

<sup>134</sup> En su redacción precedente, el artículo 109 del código de comercio francés, preveía que “los actos, las compras y las ventas están hechas mediante acto publico, actos privados, mediante el bordereau de un agente cambio, o de un intermediario, firmado por las partes, mediante una aceptación de una factura, mediante correspondencia, mediante la prueba por testigos, en los casos en que el tribunal pensará que será oportuno admitirla”.

<sup>135</sup> El artículo 25 del código de comercio belga.

<sup>136</sup> Statute of Frauds of New York; el artículo 8 du Uniform Commercial Code (U.C.C) prevé una excepción a los Statute of Frauds para los contratos de venta de valores mobiliarios, pero no puede aplicarse a los contratos de Swaps.

conclusión del contrato. Estaremos entonces en el esquema de un contrato por correspondencia. El envío de la carta o del “Swift” de una de las partes, se debe analizar como una oferta del contrato hecha por la otra parte. La oferta deja siempre la posibilidad de revocar antes de la aceptación de la contrapartida<sup>137</sup>; y es por eso que la mayor parte de estos documentos están considerados como obligaciones irrevocables. La respuesta de la otra parte revela el acuerdo en sus puntos esenciales del Swap. Eso supone entonces que la oferta y la aceptación sean suficientemente precisas y detalladas para que sea posible determinar en la sola lectura cuáles son las obligaciones del pago de cada una de las partes. En el derecho francés como en el español, si no ha habido acuerdo oral precedente, el momento de la conclusión del contrato será sin ninguna duda el de la emisión de la aceptación de la otra parte.<sup>138</sup>

Los “Swifts” o las cartas contiene generalmente las informaciones siguientes: fecha de entrada en vigor y vencimiento, fecha de pago, importe, tipo de interés fijo o variable, los días laborables para la ejecución, la ley aplicable, la cláusula fiscal y las garantías. Indican igualmente que un documento más completo será firmado, pero que las partes se consideran como vinculadas en los términos de la carta esperando la firma de este nuevo acuerdo.

- El derecho francés es más favorable que el derecho español, hablando de la validez de los acuerdos orales y dispone de un régimen de la prueba más elástico; parece que en este punto satisfaga mejor el derecho de los mercados financieros;
- El defecto evidente del procedimiento de elaboración de los Swaps es que supone, ya desde el primer contrato entre los operadores de mercado, que serán firmados todos los documentos que conducirán a un acuerdo final. Los operadores admiten que están de acuerdo ya desde el primer momento, en todos los términos y que no queda más que confirmación sucesiva mediante un escrito. La redacción de los documentos del “back office”<sup>139</sup> debe consagrar este estado de hecho. El proceso contractual es entonces el contrario de lo generalmente

---

<sup>137</sup> Ghestin, J.: *Traité de Droit Civil, Les Obligations, Le Contrat: Formation*, 2a edición, París, 1980, pgs 278 y ss

<sup>138</sup> Weill, A. y Terre, F.: *Droit Civil, Les Obligations*, Dalloz, París, 1986p. 212 y ss. En general las partes establecen el momento a partir del cual consideran que el contrato estará formado; En caso de silencio, el juez aplica las reglas de interpretación de los contratos y busca la intención de las partes; la naturaleza del contrato de Swap, que supone un acuerdo rápido nos empuja hacia la solución de la emisión y de la aceptación, es además una solución que parece afirmarse en la jurisprudencia: Req.21 marzo 1932, D.P.1933.I.65, nota Sallé de la Marnierre; S.1932.I.278; Gaz.pal.1932.I.910.

<sup>139</sup> Departamento de operaciones

admitido, donde las partes entran en negociaciones, firman la carta de intención, las promesas de contrato, de los contratos parciales, antes de llegar al contrato final, que entrará en vigor y será sucesivamente ejecutado<sup>140</sup>. El derecho precede habitualmente a la economía. En los Swaps, la manifestación de la voluntad de las partes es instantánea, la ejecución empieza poco tiempo después, y el derecho intenta desesperadamente alcanzar la economía que se les escapa.

### **2.2.3. Las dudas de la formación de los Swaps**

Resulta de esta situación una gran incertidumbre jurídica. La redacción de un contrato definitivo puede durar muchas semanas, también varios meses. Pasa a menudo que un simple contrato negociado por los operadores no está aún puesto en acto 3 o 4 semanas después. De todos modos, todos los operadores consideran la transacción como adquirida y su posición de cambio o sus riesgos de tipos de interés como cubiertos. A veces, la ejecución comienza antes que los "back offices" se hayan puesto de acuerdo.

Entonces nos preguntamos sobre la portada jurídica de esta formulación de los "Swift" haciendo referencia a los documentos sucesivos, la "Supersending Documentation"<sup>141</sup>. El Banco Nacional de Bélgica ofrece una respuesta evasiva y segura, pero no nos parece suficiente: "una respuesta a esta cuestión puede ser dada solamente caso por caso, considerando la voluntad de tales y aquellas partes pueden ser deducidas por su correspondiente. Si las partes, por ejemplo, no toman las disposiciones de cobertura a corto plazo, con fin de hacer un vínculo entre el cambio de los "Swift" y la firma de los contratos, o si las partes comienzan la ejecución de la transacción, se podría deducir que las especificaciones contenidas en los telex son consideradas como unos elementos esenciales, en los cuales los concursos de los consentimientos están verificados. Los otros elementos a considerar, se retienen como accesorios y un defecto de acuerdo no impide la formación del contrato".

---

<sup>140</sup> Moussera: "La durée de la formation des contrats", Mélanges Jauffret, 1974, pg 509

Reig, B.: *La punctuation, contribution à l'étude de la formation successive du contrat*, Mélanges Jauffret, París, 1980, pg 5

Cedras, J.: "L'obligation de négocier", R.T.D.Com., París, 1985, pg 265

<sup>141</sup> Análisis de la cláusula "subject to documentation", Banque Nationale de Belgique: "Les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises", Conferencia organizada por la asociación Luxemburguesa de los juristas bancarios 25 y 26 de septiembre del 1985 en Luxemburgo

Se puede entonces constatar que, en muchos casos, el rol de redactores jurídicos se limite a poner a punto, en buena fe, un documento comportante de las cláusulas corrientes y habituales.

Es verdad que las incertidumbres debidas a la formación del contrato están templadas por el hecho de que las partes actúan de buena fe, en caso contrario serían excluidas por los operadores, y el “Swift” sirve para especificar los puntos esenciales del contrato ya concluido. Pero todo eso no excluye que haya una incertidumbre de fondo, y es deber de los juristas resaltarla. Supongamos que una de las partes desee desvincularse del contrato antes de la firma; las cláusulas de “rescisión” no están previstas en los “Swift”, ni están establecidas cláusulas penales, y si no son directamente útiles por el cálculo de las obligaciones de pago, sin embargo son esenciales para el equilibrio del contrato; ¿Cómo solucionar estas cuestiones? ¿Y desde cuándo y por qué elementos se puede considerar el acuerdo como definitivo? El desacuerdo puede sobrevivir después del acuerdo verbal, el envío de un solo “Swift” o tiempo atrás, de un telex, el intercambio de telex u hoy de los “Swift”, la firma del contrato definitivo...

La situación en España, como en Francia, aparece clara, en cuanto el contrato está formado desde el momento del acuerdo verbal, en los términos esenciales. Por lo demás, el juez deberá buscar la intención de las partes. Podrá así reconstituir los diferentes elementos que no estaban estipulados. Dispone, por eso, de referencias a la economía más general de la operación: los vencimientos deben coincidir con los pagos de los intereses de las pasividades sujetas, las definiciones de los tipos variables deben ser idénticas a las de los pasivos sujetos; el uso o los otros Swaps concluidos entre las partes deben poder dar los elementos que quedan.<sup>142</sup> De todos modos, las partes no pueden ya escaparse de sus obligaciones contractuales.

En los Estados Unidos, la situación está menos clara. Todas las situaciones se deben considerar: puede haber desacuerdo antes de que el “Swift” haya sido enviado, mientras que haya sido enviada sólo la oferta, o pagos antes de la formalización de cualquier acuerdo. Tales situaciones en relación a las partes y a los Swaps de divisas quedan sin solución.

---

<sup>142</sup> La existencia de un pasivo sujeto puede servir solamente como referencia, pero no tiene incidencia jurídica directa sobre el Swap; Este último queda un contrato autónomo y único; se reencuentra este razonamiento en la apreciación del valor de las cláusulas de globalización.

La jurisprudencia es excesivamente rara en materia de formalización de Swaps; dos casos solamente se han presentado hasta hoy frente a los tribunales. Uno de ellos tiene por objeto la formación del contrato: se trata de un caso de Homestead Savings contra Life Savings and Loan of América.<sup>143</sup> Homestead ataca a Life Savings, una institución de ahorro del Illinois, para obtener la ejecución forzada de un Swap que considera como concluido, aunque haya ausencia de un contrato final firmado. Las partes habían negociado dos Swaps, y Life Savings había enviado una breve carta de confirmación especificando para uno de los Swaps, el importe nominal, el tipo fijo, el tipo variable inicial, la fecha de conclusión, las fechas de los pagos, el vencimiento y el índice de referencia de los tipos variables. Homestead, luego, empezó la preparación de un proyecto de contrato al cual Life Savings manifestó su desacuerdo, y envió una carta indicando que no deseaba seguir el contrato, queriendo interrumpir la relación.

#### **2.2.4. El contrato final: la “Supersending documentation”**

Cuando los términos de los “Swift” o de las cartas de oferta y de aceptación constituyen un acuerdo válido y que tiene fuerza obligatoria, no contienen todas las disposiciones no económicas que las partes necesitan para obligarse en acuerdos que pueden durar hasta doce años.

Por ejemplo, los “Swift” no incluyen ninguna especificación relativa a las modalidades de representación, las garantías, las sanciones para retrasos de pago, las declaraciones, los casos de rescisión, la indemnización en caso de rescisión, las notificaciones, los gastos, las competencias. Tampoco regulan la fiscalidad y los mecanismos de recuperación. Estas cláusulas, al igual que las cláusulas que regulan las particularidades puramente financieras del Swap, necesitan ser afinadas y precisadas, y son el objeto de un acuerdo final que sustituye el intercambio inicial de cartas o de “Swifts”: la “Supersending Documentation”.

Nos interesaremos en esta parte del contenido de los contratos de Swaps, tratando todas las cláusulas que permiten la realización de la transacción misma. Estas cláusulas las encontramos en los contratos de Swap independientes y puntuales firmados entre las partes, pero también en los “Master Agreements” o en los contratos marco.

---

<sup>143</sup> Homestead Savings v. Savings and Loan of America, U.S. Dist. Ct. N.D. Cal. N°85-1690

En los siguientes párrafos, desarrollaremos una descripción lineal de los contratos de Swap, evidenciando en primer lugar las obligaciones principales (2.3.), y después miraremos en detalle los elementos formales (2.4.).

### **2.3. Las obligaciones principales**

Las obligaciones de las partes de Swap son, las que se pueden encontrar en cualquier otro contrato de intercambio propio del mercado financiero. A estas hay que añadir las que obligan los contratos marco, o se someten las partes que prefieren redactar por si mismas un contrato de Swap, las cuales a menudo copian las obligaciones incluidas en los contratos marco.

Las prestaciones principales generadas por el contrato son unas obligaciones de pago recíprocas de las partes (2.3.1), pero deben tener en cuenta ciertas dificultades creadas por las distancias que separan las partes (2.3.2), pero existen otras obligaciones además de la principal (2.3.3), las declaraciones y notificaciones (2.3.4), los casos de incumplimiento (2.3.5.) casos de rescisión (2.3.6), desistimiento unilateral (2.3.7), garantías y cláusulas deferentes (2.3.8).

#### **2.3.1. Las obligaciones de pago como obligación fundamental**

La obligación fundamental en el Swap es el intercambio entre las partes de más de dos pagos cuyo importe se cifra en relación al respectivo capital de referencia. El cálculo de los pagos será realizado conforme a los parámetros de referencia que las partes establecen en las confirmaciones que se deben intercambiar en el marco de un contrato normativo de Swap.

Esta es la parte central y determinante del contrato. Dispone, en general, que a una fecha determinada, la parte A pagará un importe X en divisa Y a B, y que B pagará un importe W en divisa Z.

Es típico, en los Swaps de tipos de interés en una sola moneda, que la cláusula de pago organiza directamente los pagos por diferencia. "On the terms and subject to the conditions set forth herein, on the Payment Date for each Reference Period, if the Variable Amount is greater than the Fixed Amount with respect to such Reference Period, X shall pay Y the difference, and if such Fixed Amount is greater than such variable Amount, Y shall pay X difference".

Pero la cláusula puede prever el pago de la diferencia con un razonamiento en dos tiempos, implicando la obligación de pagar la integridad sujeta después de una compensación. “A entregará a B, a plazo vencido, el primer día laboral de cada mes, el importe de los intereses conocidos, calculados prorratea temporis sobre el importe del capital en Euro...que sirve de base al contrato al tipo de...conformemente a la definición de este tipo precisado en el anexo al contrato marco dispuesto por la comisión de 27 de junio de 1984. B entregará a A, a plazo vencido, el primer día laborable de cada mes, el importe de los intereses conocidos, calculados prorratea temporis, sobre el importe en capital de Euro...que sirve de base al contrato...conformemente a la definición de este tipo precisado en el mismo marco. Las partes podrán acordar, para simplificar, obligarse sólo por la diferencia entre los intereses a entregar o percibir”.<sup>144</sup>

Los Swaps de divisas ven la cláusula descomponerse en dos partes; una trata los pagos de los intereses y se parece a las cláusulas que acabamos de estudiar; la otra se ocupa de los pagos del capital. Esta cláusula puede no estar si el Swap se hace sin ninguna transferencia del capital, se limita a una serie de pagos a fechas previstas en un único sentido, si el Swap no prevé una transferencia inicial del capital: en fin puede agrupar el juego más complejo de transferencias si se trata de un "straight currency Swap":

*“(a) On the terms and subject to the condition set forth herein, on January 5, 1997 Eurobank shall pay US Bank CHF 200,000,000 and US Bank pay Eurobank USD 130,000,000.*

*(b) On the terms and subject to the conditions set forth herein, (i) on January 5 of each year from 1998 to 2004, inclusive, Eurobank shall pay USD 10, 100,000 and (ii) on January 5, 2005, Eurobank shall pay USD 140, 335,000 to US Bank an US Bank*

---

<sup>144</sup> Art. 2 y 3 del contrato marco propuesto por la “Association des Trésoriers de Banques”, Revue Banque, n°448, marzo 1985, pg 251

La misma solución adoptada en el ejemplo del contrato examinado por Goch A e Klein L: "Annotated Sample Agreement for Interest Financial Law Documentation Series, Londres, 1987: "On the terms and subject to the conditions set forth herein, on the Floating Amount Payment Date for each Calculation Period, A shall pay B the Floating Amount for that Calculation Period, and, on each Fixed Amount Payment Date, B shall pay A the Fixed Amount for that Fixed Amount Payment Date and a Floating Amount Payment Date shall be made on a net basis";

Es también la solución adoptada en el contrato marco “ISDA” 1987 para los Swaps de tipos de interés.

*shall pay Eurobank CHF 210, 100,000*".<sup>145</sup> Este ejemplo tiene la particularidad de integrar el pago de los intereses al pago del capital.

Algunos contratos suelen prever unas cláusulas generales que tienen por objeto los pagos del capital y los pagos de los intereses. Tenemos un ejemplo con las condiciones generales del "AFB": "4.1.1. Cada parte pagará a la otra en los vencimientos correspondientes: el importe fijo, el importe variable, el importe de la divisa A, el importe de la divisa B, previsto al momento de la conclusión de la operación de cambio.

4.1.2. Cuando una fecha de pago de un importe expresado en una misma divisa es conocida por las dos partes, se utiliza la compensación de los importes con la obligación de pago menos elevada. La diferencia indicada por el operador está regulada a la otra parte, por la parte deudora de la suma más grande." <sup>146</sup>

Además de las cláusulas que describen la obligación de pago se añaden las que indican las modalidades. Una cláusula es habitualmente insertada para recordar la reciprocidad de las obligaciones, evidencian el hecho de que estamos en presencia de un contrato sinalagmático;<sup>147</sup> otra cláusula recuerda en qué principios deben ser efectuados los pagos.<sup>148</sup> Al final están previstas unas formalidades de notificación para reforzar la información de las partes y excluir eventuales maneras de escapar a las obligaciones contractuales.<sup>149</sup>

Notaremos, antes de seguir, que todas las cláusulas estudiadas presentan tanto unas obligaciones de las partes como unas obligaciones de pago y que se refieren al mecanismo de la compensación ("netting") para asegurar el pago del simple diferencial.

La liquidación de los pagos por medio del mecanismo del netting es muy similar en todos los contratos marco. El "ISDA", relativo a los Swaps de tipos de interés, establece que los pagos se harán a través del mecanismo indicado.<sup>150</sup> En 1992 el Multicurrency cross border de la Asociación norteamericana modera los términos y sigue lo que en 1987 ya decía su contrato de "Currency Swap" (como en nuestra opinión parece lógico): el netting será posible solo si los pagos se efectúan en la misma

---

<sup>145</sup> Gooch, A., Klein, B.: "Annotated Sample Agreements for Interest Rate and Currency Swaps", Swap Agreement Documentation, Euromoney Publications Financial Law Documentation Series, Londres, 1987, pg 71

<sup>146</sup> Condiciones generales del AFB, ob.cit., pg 8

<sup>147</sup> Condiciones generales del AFB, ob.cit., pg 8

<sup>148</sup> Código "ISDA" 1986, sección 10.1: "payment procedure".

<sup>149</sup> Condiciones generales del AFB, ob.cit., pg 8

<sup>150</sup> Contrato de la "ISDA" de "Interest Rate Swap" de 1987, artículo 2 c), y la "ISDA 1998 Model Netting Act".



moneda y si, además, coinciden en la fecha de ejecución.<sup>151</sup> En el mismo sentido se pronuncian el contrato marco inglés (“BBAIRS” Terms),<sup>152</sup> y los contratos marco italianos<sup>153</sup> y españoles<sup>154</sup>.

Las partes pueden pactar que confieren a un tercero el encargo de calcular, o “ex æquo arbitrio”, o “ex mero arbitrio”, y de comunicar a ellas el importe a pagar (artículos 1349 y 1473 del Código Civil Italiano). En el caso de que el tercero no quiera o no pueda cumplir el arbitraje, las partes pueden encargar tal acto jurídico a otro sujeto, o, a falta de éste, la determinación puede ser realizada por el juez a petición de una de las partes,<sup>155</sup> salvo que el arbitrio del tercero sea “mero arbitrio”, en cuyo caso, si las partes no acuerdan su sustitución, el contrato deberá declararse nulo (artículo 1349 del Código Civil Italiano).

La forma de estructurar la obligación de pago puede variar. Habitualmente, las partes del Swap concluyen por separado una operación por la cual son financiadas, por suerte que resultan deudoras en relación a sus respectivos financiadores. Si cada una de las partes concluye un préstamo en el que es prestataria, está obligada a pagar los intereses estipulados y a devolver el capital. Todos los pagos que el prestatario debe al prestamista deben ser realizados en fechas determinadas. Si las partes quieren intercambiar sus posiciones, habría dos posibilidades: o realizar una cesión de sus respectivas deudas, o podrían concluir un Swap por el que se intercambiarían, no las deudas en sí mismas, sino su contenido económico.<sup>156</sup>

El Swap se puede realizar también por medio de dos contratos de asunción de deudas de un tercero, recíprocas e internas, sin que el acreedor, que no sabe nada del Swap, pueda prestar su consentimiento (artículo 1273 del Código Civil Italiano).<sup>157</sup> Esta operación haría que el Swap pareciera una operación compuesta por dos contratos de asunción de la deuda ajena, lo cual no reflejaría la realidad, puesto que el Swap es siempre un único contrato, y no la suma de dos contratos distintos. Estructurar distintos

---

<sup>151</sup> 1992 “ISDA” Multicurrency-cross border Máster Agreement, artículo 2 c)

<sup>152</sup> “BBAIRS” Terms, artículo 4

<sup>153</sup> Contrato ABI artículo 3

<sup>154</sup> Contrato de la AEB, estipulación quinta.

<sup>155</sup> Bianca, M.: *Diritto Civile III*, Il contratto, Giuffré, Milán, 1984, pg 331

<sup>156</sup> Se debe aclarar que la expresión “cantidad de dinero que se hace depender de lo debido por la contraparte” que hemos utilizado para definir el Swap solo adquiere pleno sentido en ausencia de un intercambio de las cantidades exactas de dinero que las partes deben a sus respectivos prestamistas.

<sup>157</sup> El que se denomina, en el Derecho italiano, contratto di accollo: “Se il debitore e un terzo convengono che questi assuma il debito dell’altro, il creditore può aderire alla convenzione, rendendo irrevovente la stipulazione a suo favore...”

pagos mediante el intercambio, lleva a consecuencias similares, pero también distintas, desde un punto de vista iusprivatístico.

En el contexto de una operación de liability Swap solo se puede emplear correctamente la expresión "estar obligado a realizar pagos a la otra parte", pero no la de "asumir las obligaciones de pago de la otra parte", porque las consecuencias jurídicas son distintas. Normalmente el Swap se estipula siguiendo el esquema de un Swap de pasivo (liability Swaps), pero esto no significa que siempre sea así. De hecho existe también el Swap de activos (asset Swaps), que es un Swap en el que los flujos de dinero producidos por un activo están vinculados a los pagos que se realizan por las partes del Swap<sup>158</sup>, como en un Swap de pasivos los pagos intercambiados están vinculados a las obligaciones de pago de cada uno de los contratantes con su respectivo acreedor.

El incumplimiento de la obligación de pago es causa de resolución anticipada del contrato<sup>159</sup>. El incumplidor es deudor por los intereses de mora<sup>160</sup> o de todos los daños mayores probados por el acreedor y causados por el retraso conforme a lo dispuesto en el artículo 1224 del Código Civil italiano<sup>161</sup>.

Un concepto fundamental que impacta la obligación principal de pago dentro de las partes es el concepto de la compensación: el contrato prevé la posibilidad de que se realice una compensación entre las obligaciones de pago generadas por el contrato, con otras obligaciones dimanantes de operaciones ejecutadas en contratos previos entre las mismas partes. Para ello, bastará con cumplimentar el apartado al efecto en los anexos del propio contrato, o en la confirmación, y introducir la cláusula de neteo en el contrato marco.

---

<sup>158</sup> Sobre la concepción actual del esquema básico y global del Swap, que incluye el "Asset Swap", Whittaker, J.: "Interest rate Swap: risk and regulation", en *Economic Review of the Federal Reserve of Kansas City*, vol. 72, num 3, marzo 1987, pgs 3 y 4.

<sup>159</sup> Contratos de la "ISDA" de "Interest Rate Swap" y currency Swap de 1987, artículos 5 a) 1 y 6 a); contrato normativo de la ABI, artículos 5, 7 y 8; contrato de la AEB, estipulación sexta (intereses moratorios y otras cantidades) y estipulación novena (vencimiento anticipado). publicados por la International Swap Dealers Association, Nueva York

<sup>160</sup> Para nosotros no es posible aplicar la doctrina del mayor daño producido por la inflación: tres o cinco días no son suficientes para que se sufran los efectos de una inflación, al menos en situaciones normales. Teoría sostenida también por Galgano, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II *Le obbligazioni e i contratti*, Cedam, Padua, 1999, pg 82-84

<sup>161</sup> "Danni nelle obbligazioni pecuniarie – nelle obbligazioni che hanno per oggetto una somma di danaro, sono dovuti dal giorno della mora degli interessi legali, anche se non erano dovuti precedentemente e anche se il creditore non prova di aver sofferto alcun danno. Se prima della mora erano dovuti interessi in misura superiore a quella legale, gli interessi moratori sono dovuti nella stessa misura. Al creditore che dimostra di aver subito un danno maggiore spetta l'ulteriore risarcimento. Questo non è dovuto se è stata convenuta la misura degli interessi moratori".

De entrada, en el derecho español, no debemos perder de vista los precedentes legislativos vigentes antes de la promulgación de la Ley 44/2002,<sup>162</sup> de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero que ya preveían la consideración del “saldo neto” como crédito no afectado por la declaración de quiebra o suspensión de pagos<sup>163</sup>. Debemos tener en cuenta que un contrato de Swap obliga a las dos partes a intercambiar flujos de efectivo especificados a intervalos especificados. En un Swap de tasas de interés, los flujos de efectivo se determinan por medio de dos tasas de interés diferentes.<sup>164</sup> Pero lo que da un giro sustancial a la calificación del crédito son las modificaciones legislativas posteriores, en especial mediante el RDL 5/2005 de 11 de marzo, y por la ya más rotunda Ley 16/2009 de 13 de noviembre, de servicios de pago, al incorporar un nuevo párrafo 2º al artículo 16.2 RDL 5/2005, y legitimar definitivamente la aplicación al Swap de intereses de los artículos 61.2 y 62.4 LC. Ello provocó un giro radical a la calificación del crédito.

La cuestión de la aplicabilidad del artículo 61 LC: el tema central estriba en si es o no aplicable el artículo 61 LC relativo a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas. Es cierto que el Swap de intereses es un contrato sinalagmático con obligaciones para ambas partes, y que origina prestaciones simultáneas y correlativas entre la entidad financiera y el deudor. Pero no es menos cierto que en el Swap de intereses las liquidaciones periódica que se realicen son en sí mismas “irrelevantes” a la hora de calificar el contrato como de obligaciones recíprocas; las liquidaciones son sólo un aspecto tangencial del contrato y están subsumidas en la esencia misma del pacto contractual al no derivar de causas distintas o independientes; las liquidaciones son operaciones contractuales autónomas, pero no puede decirse en puridad que sean recíprocas.

Al fin de identificar las obligaciones recíprocas, son relevantes también los acuerdos de compensación referidos a deudas anteriores. Los denominados acuerdos y compensación contractual son auténticos contratos en el sentido del artículo 1254 CC. Si bien la bilateralidad del contrato es un elemento incontestable, no lo es tanto que se

---

<sup>162</sup> En concreto la reforma operada en su artículo 16, 1º al modificar la disposición adicional décima de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

<sup>163</sup> Véase en este sentido la disposición adicional 41 de la Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que añadía un punto 4 a la disposición adicional 7ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la Legislación española en materia de Entidades de Crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al Sistema Financiero

<sup>164</sup> [www.conasev.gob.pe/SOE/SOE\\_terminologia\\_menu.asp?p\\_seccion=XIV](http://www.conasev.gob.pe/SOE/SOE_terminologia_menu.asp?p_seccion=XIV)

trate de un contrato de prestaciones recíprocas entendidas como la exigencia mutua del cumplimiento de una obligación derivada de una misma causa o negocio jurídico. Porque que las liquidaciones periódicas en un contrato de permuta financiera producen obligaciones distintas aunque derivadas de un negocio jurídico unitario.

También es relevante tener en cuenta que el Swap es un contrato de obligaciones recíprocas: tanto el artículo 1272 como el 1303 CC nos dan una pista hermenéutica de lo que son las obligaciones recíprocas, es decir obligaciones nacidas de un mismo contrato aunque diferentes tanto por su naturaleza jurídica como por su eficacia (del artículo 1303 CC no se deriva necesariamente que las recíprocas prestaciones sean unitarias, antes al contrario pueden ser desiguales aunque derivadas de una misma obligación).

Por esta razón no podemos admitir sin más que el contrato marco de operaciones financieras constituya un contrato de obligaciones recíprocas determinante de una obligación final unitaria como consecuencia de la liquidación y compensación de las deudas mutuas derivadas de la liquidación de todas las operaciones incluidas en el acuerdo. Es cierto que el funcionamiento del acuerdo marco de compensación contractual opera de esta forma, pero el carácter de obligación recíproca es muy discutible.

A.- La cuestión sinalagmática: conviene precisar un poco más el concepto. La doctrina sobre la distinción y las diversas clases de bilateralidad de los contratos es una discusión que remonta a tiempos muy antiguos y ha sido objeto de enconados debates entre los tratadistas. El aspecto más destacado del contrato bilateral es el carácter sinalagmático de las obligaciones que se generan, y que es a su vez el determinante de las obligaciones recíprocas propias de este tipo de contrato. En este sentido la doctrina distingue el “sinalagma genético” -es decir de la obligación que condiciona necesariamente la contraprestación del otro (verbigracia, en el contrato de compraventa, la obligación consistente en el “deber de vender” es la génesis o la causa de la obligación del “deber de pagar” de la contraparte)-, del denominado “sinalagma funcional” -implícito en toda obligación recíproca (es decir, en el ejemplo anterior, el “deber de vender” y el “deber de pagar” el precio deben realizarse al mismo tiempo-<sup>165</sup>. Y ambos sinalagmas deben coexistir conjunta y sincrónicamente en las obligaciones recíprocas.

---

<sup>165</sup> Véase en este sentido Díez-Picazo, L.: *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Madrid, Tecnos, t. I, 1972, pág. 547.

Entendida así la estructura fundamental de las obligaciones recíprocas no encontramos razón suficiente para calificar al contrato marco de operaciones financieras como un contrato de prestaciones recíprocas, porque se trata, en realidad, de prestaciones independientes de forma que una no determina o configure la otra (sinalagma genético), sin perjuicio de que puedan tener el sinalagma funcional del cumplimiento simultáneo por mor de la compensación contractual que se efectúa a los saldos de cada una de las obligaciones (saldo neto).

B.- Sobre la pluralidad de obligaciones: el acuerdo marco de compensación contractual requiere la existencia de varias operaciones financieras, ya que el texto del artículo 5.1 del RDL 5/2005 se refiere inequívocamente a una pluralidad de operaciones. Por lo tanto, entendemos que no es cuestionable la exigencia de varios contratos u operaciones (la índole de ellas es indiferente). Contrario sensu no puede hablarse de acuerdo marco de compensación contractual cuando exista un solo contrato, aunque genere liquidaciones distintas e independientes.

### **2.3.2. Las modalidades particulares de realización de los pagos**

Un principio de los Swaps asegura a las partes que ninguno de los pagos pedidos no se efectúa sin que el pago correspondiente de la otra parte no esté realizado. Ahora, en algunas circunstancias la simultaneidad de los pagos no puede ser asegurada en cuanto los mercados de divisas considerados, funcionan a unos horarios totalmente distintos. Así, en el caso de los Swaps entre unos JPY y unos USD es inevitable que uno de los pagos esté efectuado antes que el otro. Hemos visto el ejemplo de los “danger issues” por los desfases horarios en el caso de la “Bankhaus I.D. Herstatt, Kommanditgesellschaft”.<sup>166</sup> Posteriormente a la crisis petrolífera, al aumento constante del dólar durante el 1973 y a su repentina caída en enero de 1974, numerosos bancos que habían tomado unas posiciones de cambio a corto plazo en dólares se encontraron en una situación difícil.<sup>167</sup> Este fue el caso de la Herstatt que se encontró en una situación donde varios de sus corresponsales suspendieron las líneas de las cuales disponían para efectuar las operaciones de cambio, y cuyas pérdidas llegaron a 400 millones de DM en junio de 1974. La Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen retiró su

---

<sup>166</sup> Ver explicaciones sobre la quiebra del Banco Herstatt: Coessen, N.: “La suerte de los contratos de cambio interbancarios en caso de insolvencia de una de las partes contratantes”, *Revue de Droit des Affaires Internationales*, n°3, 1986, pg 315

<sup>167</sup> Quiebra de la Franklin National Bank

acuerdo la Herstatt el 26 de junio de 1974, a las 15.30h de Colonia, es decir, a las 10.30h de Nueva York. La Herstatt cubrió su posición de cambio con unas ventas diarias de USD contra DM, y el 26 de junio de 1974 las contrapartidas habían cumplido sus obligaciones, girando unos DM;<sup>168</sup> a las 10.30, al principio de la jornada en Estados Unidos, la Herstatt tenía que ejecutar las obligaciones y entregar los dólares; pero la Chase Manhattan, su corresponsal americano, habiéndose enterado del cierre de banco, bloqueó la cuenta Nuestra de esta, y los 160 millones de USD destinados a satisfacer sus obligaciones de cambio. El 27 de junio de 1974 fue designado un liquidador judicial y su demanda judicial fue aceptada en octubre de 1974. En la espera, los acreedores americanos de la Herstatt quedaron impagados y se vieron obligados a recurrir a los procedimientos complicados e inciertos para recuperar su crédito.

Estas incertidumbres no son tolerables para las partes de un contrato de Swap, porque el “timing” es extremadamente importante y porque todo el equilibrio de la transacción se basa en la reciprocidad de los pagos.

Se han improvisado más soluciones para reducir o anular este riesgo de crédito. Una primera solución consiste en obligar a las partes a realizar los pagos mediante el intermediario de su banco y dándole una orden irrevocable de pagar el importe debido a la otra parte nada más recibir una notificación del banco de la otra parte que le anuncie que este individuo ha depositado el importe que le debía y dado una orden irrevocable de pago similar. Una cláusula satisfactoria puede tener esta forma: “On or before 3.00 p.m. (London Time) on the Payment Date, A will:

- a) Credit the Dollar Amount to A's dollar account with A's New York Bank;
- b) Give to A's New York Bank irrevocable instructions in the form contained in the Schedule here to transfer the Dollar Amount to B's dollar account with B's New York Bank upon receipt of A's New York Bank of notification on or before 3.30 p.m. (London Time) on the Payment Date from B's London Bank that B has credited the Sterling Amount with B's London Bank that B has credited the Sterling Amount with B's London Bank that B has given to B's London Bank irrevocable instructions in the form contained in the Schedule hereto; and

---

<sup>168</sup> Recordamos que los pagos en divisas extranjeras se hacen con la creación de nuevos créditos en las cuentas “Nuestras” y “Suyas” de los bancos y que siempre se realizan en el país de la moneda de referencia; en este supuesto, las cuentas Suyas de los correspondientes en Alemania de las contrapartes, en la Herstatt, habían sido reducidas de los importes de DM pagados en las cuentas “Nuestras” de la Herstatt de ellos incrementados de los mismos importes.

c) Instruct A's New York Bank to notify B's London Bank of such credit and of receipt of the said irrevocable instruction"<sup>169</sup>.

La misma disposición será prevista por el pago de B a A.

Hay que puntualizar que una orden irrevocable de transferencia dada a un banco es una “piedra de protección”; en el caso de la Herstatt una técnica así no habría impedido a la Chase Manhattan de bloquear sus pagos.

Una segunda solución, más segura, consiste en realizar los pagos a un tercero, que redistribuirá los importes cuando haya recibido la totalidad, pero esta solución choca por elevado coste.<sup>170</sup>

Otras posibilidades podrían ser utilizar unas cartas de garantía o de crédito. Otra técnica empleada ha sido la que prevé la estipulación de un acuerdo donde los importes entregados a la otra parte deben ser considerados como disponibles y pueden ser devueltos en cada momento, hasta que no se hayan realizado los pagos recíprocos.<sup>171</sup> Si esta técnica ha sido convalidada en los Estados Unidos, nos preguntamos qué valor tiene en los derechos europeos, donde una misma operación tiene una calificación diferente en el curso del tiempo y por el hecho de la elaboración de un acto jurídico independiente.

La solución más utilizada es la más fácil de realizar. Cuando dos partes obligadas en un Swap tienen “ratings” diferentes, la parte que posee el más bajo tiene que pagar a la otra.<sup>172</sup>

Cuestiones similares aparecen en otras circunstancias, cuando un Swap de tipos de interés está organizado sobre dos emisiones en euros sujetas.<sup>173</sup> Los tipos fijos son siempre pagables a un vencimiento fijo, el día 1 o 15 del mes, y casi siempre son en base anual. Los tipos variables son pagables sobre la base de períodos que raramente pasan los 6 meses; la duración del periodo puede variar según que la fecha de pago caiga o no en un día festivo, caso en el cual el pago deberá ser efectuado el día laborable siguiente o anterior, según si el día siguiente implique o no un cambio del mes. Así, el Swap unido a estos imperativos genera un doble riesgo del crédito:

---

<sup>169</sup> Watkins, J., “Legal Issues in Currency Swaps” en *International Finance Law Review*, 1983, pg 108

<sup>170</sup> Gooch, A., Klein, L.: “Annotated Sample Agreements for Interest Rate and Currency Swaps”, *Swap Agreement Documentation*, Euromoney Publications Financial Law Documentation Series, Londres, 1987, pg 47

<sup>171</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 47

<sup>172</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 47

<sup>173</sup> Watkins, J.A.: “Legal Issues and documentation”, *Swap Financing Technique*, Special Financing Report, Euromoney Publications, Londres, 1983, pg. 109; Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 90

La parte que paga el importe variable del primer “trozo” en un país determinado, la parte cuyo pago está sujeto a retención debe incrementar el importe pagado de manera que su contraparte reciba la suma prevista en el contrato al neto de todos los impuestos. La cláusula “gross-up” pone el riesgo a cargo del deudor de la obligación.

Entendemos, que la parte que se encuentra en otro país a “riesgo” preferirá excluir este tipo de cláusulas; si una retención es necesaria pagará la misma e ingresará solamente el saldo a su contrapartida.

Si una de las partes es un banco, la cláusula de “gross-up” puede ser unilateral, el banco paga los importes brutos, mientras que su contraparte paga los importes netos de todos los impuestos.

La negociación de la cláusula de “gross-up” es el reflejo de la relación de fuerza entre las partes; a veces está prevista de manera sistemática y bilateral en los “Master Agreements” y en los contratos marco por ejemplo. Es la solución adoptada por las condiciones generales del AFB:<sup>174</sup> “6.1 Todos los pagos a una o a la otra parte de cualquier importe debido a título de una operación de cambio deberá ser efectuado al neto de todos los impuestos, tasas o retenciones de cualquier tipo, presentes o futuras.

6.2 En el caso en que una de las partes fuera obligada a deducir una cantidad sobre los importes que debe ingresar, incrementará el importe que habría recibido en ausencia de dicha deducción”.

Esta cláusula de “gross-up”, aunque regule la cuestión de carga del riesgo final, no soluciona la modificación del equilibrio económico del contrato creado por la aplicación de la retención a la fuente. Ahora, la retención (cuyo importe puede variar de 10 al 45%) puede tener unas consecuencias extremadamente nocivas en la economía de la transacción. Suponemos que una parte X sujeta a retención del 30% tenía una obligación de pago de 100.000 USD, correspondientes a un tipo fijo de 10% sobre un importe nominal de 1.000.000 de USD. La retención se aplica al importe bruto del pago,<sup>175</sup> y aunque se realizara el pago, se llegaría a un simple diferencial, eso añade un 3% del importe nominal a una obligación de pago estudiada. La otra parte paga un tipo variable que puede ser superior o inferior al tipo fijo: si X ha contratado un Swap para realizar un arbitraje, si el tipo variable era inferior al que X hubiera podido obtener, hay

---

<sup>174</sup> Condiciones generales del AFB, artículo 6 pg 10

<sup>175</sup> Le Gall, J.P.: “La fiscalité des opérations internationales de banque”, Entrevista di Deauville sobre “Las operaciones internacionales de los bancos”, 16 e 17 de junio del 1984, minutes, pg 98



muchas posibilidades de que el 3% del coste de la operación supere el beneficio esperado; si X ha entrado en un Swap para realizar una operación de cobertura o de especulación, un gasto añadido del 3% rompe el equilibrio existente entre el sujeto pasivo y el nuevo obligado; es preferible cubrirse con unas técnicas más eficientes y menos onerosas, como las opciones. Este ejemplo nos muestra que la operación sujeta a retención a la fuente puede perder todo su interés; ya no hay razón de mantenerla así; habría una cierta injusticia en hacerlo por la parte afectada por el riesgo fiscal. Es por eso que otras cláusulas fiscales pueden ser incluidas en el contrato para intentar aportar una solución si eso es aún posible.

Una primera cláusula consiste en un acuerdo de negociar de buena fe para determinar si una de las partes, o ambas, podrían cambiar de sitio realizando el pago, eligiendo otro situado en un país más favorable, que permitiría evitar la imposición al origen. Esta cláusula de negociación puede incluir todo un conjunto de configuraciones que van de la más débil (la simple obligación de negociar), a la más sólida, previendo los diferentes lugares sucesivos pudiendo realizar los pagos, las modificaciones necesarias para llevar el cambio del lugar.

Finalmente, si la retención tiene consecuencias demasiado perjudiciales y es imposible encontrar un medio para escaparse, queda una última cláusula por analizar: hay que introducirla en los casos de defecto que pueden llevar a la conclusión del contrato la aplicación de una retención a la fuente comprometiendo el equilibrio del contrato.

### **2.3.3. Otras Obligaciones**

El contrato de Swap provoca el nacimiento de otras obligaciones, aparte de la principal, para las partes contratantes. Las obligaciones son de natura informativa a la contrapartida: las partes deben informarse sobre la propias situaciones patrimoniales<sup>176</sup> y notificarse cualquier elemento que pueda modificar el contrato que deberá tener el

---

<sup>176</sup> Contrato ABI, artículo 6 ("Cada parte, hasta que existan contratos en vigor y hasta la total extinción de las razones del crédito originadas por ellos mismos, tiene derecho a obtener por la otra, los balances anuales dentro de sesenta días de la relativa aprobación").

Más genérico es todavía el contrato normativo español de 1997 en su estipulación 16, apartado 4: las partes se obligan a entregarse cualquier documento entre los previstos en el Apéndice 1, en el que hay un hueco en blanco para que las partes puedan escribir todos los documentos que quieran intercambiarse.

consentimiento de ambas,<sup>177</sup> por ejemplo el cambio de domicilio, la sustitución de los tipos de interés, y cualquier otro parámetro indicado en el contrato, y relacionado con los importes de los pagos y de la cuantía de la cláusula penal.<sup>178</sup> Las partes están siempre obligadas durante la vida del contrato a mantener las autorizaciones necesarias para la validez y la eficacia del contrato normativo.<sup>179</sup>

Si una de las partes incumple una de estas obligaciones, la incumplidora tiene un plazo de treinta días desde la notificación de la parte in bonis para corregir la situación<sup>180</sup>. Si durante ese tiempo se produce algún perjuicio se deberá pagar la correspondiente indemnización.

#### **2.3.4. Las declaraciones y notificaciones<sup>181</sup>**

Las declaraciones presentes en un contrato de Swap son un resumen de lo que se puede encontrar, por ejemplo, en contrato de préstamo.<sup>182</sup> Algunos contratos incluyen en las declaraciones unas condiciones suspensivas; otros no tratan el tema y prevén esta cuestión en documentos preliminares diferentes imponiendo la satisfacción de las condiciones antes de la conclusión del contrato. La concepción teórica de la primera tentativa se basa en la idea de que los Swaps son unos contratos cuya conclusión es muy rápida y que si las condiciones suspensivas no están incluidas en el acuerdo definitivo, pueden ser insatisfactorias sin poner en discusión el contrato final. La concepción inversa se fundamenta en que, una vez celebrado el contrato final, las partes quieran quitarse del medio todas las ambigüedades relativas a sus obligaciones reciprocas. En un contrato de préstamo, las condiciones suspensivas son unilaterales: si la parte que toma en préstamo las ha cumplido, obtiene su préstamo, en caso contrario, no lo obtiene. En un Swap, la insatisfacción de las condiciones suspensivas crea unas dificultades más complicadas. La solución es entonces dar a la satisfacción de las condiciones el valor de obligación preliminar a la conclusión del contrato.<sup>183</sup>

---

<sup>177</sup> Solo el contrato de la "ISDA" de 1992 establece en su artículo 9 b, que las modificaciones deben ser escritas, aunque se pueda concluir verbalmente.

<sup>178</sup> Multicurrency-cross border de 1992 de la "ISDA", artículo 12, contrato de la ABI, artículos 4 y 7; y contrato de la AEB, estipulaciones 15 y 17.

<sup>179</sup> Contrato normativo de la AEB, estipulación 16.5

<sup>180</sup> Multicurrency-cross border de 1992 de la "ISDA", artículo 5, y contrato de la AEB, estipulaciones 9.2

<sup>181</sup> "Warrants and Coverants".

<sup>182</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 99; Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 99

<sup>183</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 99

Las otras declaraciones, son pocas y casi siempre son unos casos bilaterales, por el hecho de la reciprocidad de las obligaciones de los Swaps. Unas declaraciones particulares solamente para una parte pueden ser propuestas cuando una de las autorizaciones gubernativas u otras diferentes están pedidas.<sup>184</sup> Consideramos esenciales las siguientes cláusulas: “cada parte debe declarar:

- Que está regularmente constituida y que ejerce aún sus actividades conforme a las leyes que les son aplicables;
- Que tiene el poder y la capacidad de concluir el contrato de intercambio y que la conclusión del contrato de intercambio ha sido válidamente autorizada por sus órganos sociales;
- Que el contrato de intercambio constituye una obligación teniendo fuerza obligatoria a su encuentro y en todas sus disposiciones;
- Que en ningún caso de defecto o amenaza de caso de defecto en el sentido del artículo X no afecta a su capacidad de obligarse según los términos del contrato de intercambio o de ejecutar sus obligaciones de pago;
- Que no existen unas acciones de justicia, de referencia en curso, o a su conocimiento de amenaza de acción en justicia o de referencia que podría resultar de un deterioro sustancial de su situación financiera, o que podría afectar la buena ejecución del contrato de intercambio”.<sup>185</sup>

Estas declaraciones permiten a las partes, que no conocen siempre las reglamentaciones particulares aplicables en el país de sus contrapartidas y sus estatutos específicos, asegurarse que no habrá impedimento previsible a la ejecución de sus obligaciones contractuales. Estas declaraciones son útiles cuando se conoce la multitud de reglamentaciones que se aplican a los bancos, instituciones de ahorro, empresas públicas o casi públicas, y los conceptos radicalmente diferentes desarrollados en cada sistema jurídico. Si una declaración se revela incorrecta, la otra parte dispone de una posibilidad de rescisión por error de su contrapartida.

Al lado de las declaraciones, están previstas las notificaciones entre las partes que incluyen las modalidades de aviso de realización de los pagos, de los casos de defecto cuando existan; es la información necesaria durante la ejecución del contrato. Las notificaciones, como las declaraciones están reducidas al mínimo y son, normalmente, bilaterales. Hay algunas que son unilaterales, es el caso de los Swaps

---

<sup>184</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 99

<sup>185</sup> Condiciones generales del AFB, artículo 7 pg 10

organizados con un banco. Estas son anuales o trimestrales y tienen el fin de controlar la evolución del riesgo del crédito.<sup>186</sup>

### **2.3.5. Los casos de incumplimiento**

En todos los contratos normativos, excepto en el italiano de la ABI, las causas de vencimiento anticipado del contrato de Swap se dividen en dos categorías: "events of default" y " terminations events". Las dos categorías comprenden ciertas circunstancias que, si se verifican, reconocen a la parte in bonis el derecho a la disolución del contrato. No obstante, existen dos diferencias básicas entre los tipos indicados. Por un lado, y con carácter general, los "events of default", término que significa incumplimiento, se refieren a causas de resolución anticipada atribuibles a la conducta de una de las partes; en cambio, los "terminations events" son causas de vencimiento anticipado no imputables a ninguna de las partes. Por otro lado, las consecuencias jurídicas en uno y otro caso son diferentes.

Las cláusulas de los contratos normativos, aunque se redacten por Asociaciones internacionales o bancarias, suelen ser las mismas en todos los modelos de contratos de Swap y normalmente son aceptadas en su totalidad por los sujetos que estipulan tales contratos, los cuales se detienen más en la regulación de los problemas económicos que en la disciplina de los problemas jurídicos que puedan surgir durante la vida del contrato.

### **2.3.6. Los casos de rescisión**

Hay que considerar dos casos de rescisión según provengan del fallo de una de las partes en sus obligaciones contractuales o de un evento externo a las partes; es la distinción entre los "casos de defecto" y las "circunstancias nuevas".<sup>187</sup>

La redacción de los casos de rescisión debe ser realizada con mucho cuidado por el hecho de la naturaleza muy particular de los contratos de Swap. Si se busca una comparación con los contratos de préstamo, nos damos cuenta de que las disposiciones de estos últimos son inaplicables a los Swaps. Una vez que el contrato de préstamo está

---

<sup>186</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 23

<sup>187</sup> Condiciones generales del AFB, artículo 8, pg 11; que reconsideran la distinción operada por los contratos anglosajones entre los "Event of Default" y las "Termination Events".

firmado, todas las obligaciones y el control pesan sobre quien ha cogido el préstamo. Desde el punto de vista de quien cede el préstamo, se necesita prever las cláusulas más rigurosas posibles para poder reclamar el propio préstamo a los primeros síntomas de dificultad financiera de quien toma el préstamo. El Swap es diferente. Según la evolución de los tipos de cambio y de los tipos de interés, una de las partes podrá tener la voluntad de dejar el Swap para aprovecharse de su ganancia o para limitar sus pérdidas, mientras su contraparte tendrá el deseo de conservar su posición, por razones inversas. Además, los casos de defectos son recíprocos, de manera que las dos partes tendrán beneficios o se llevarán las consecuencias de la rescisión. Así que ninguna de las partes desea verse totalmente atada por el contrato y ninguna desea incluir unas cláusulas de rescisión demasiado vinculantes.

Es por eso que algunos vencimientos son a menudo previstos antes del reconocimiento de un caso de defecto, que se efectúan unos "test" para controlar la autenticidad de las declaraciones, y que son previstos unos modelos de recuperación para las notificaciones incorrectas u olvidadas.<sup>188</sup>

Los casos de defecto más frecuentes son: "la inejecución por parte de una de las partes de sus obligaciones de pago, la inexactitud de una de las declaraciones, la constatación del cese de los pagos y la apertura de un procedimiento judicial, la inejecución de cualquier obligación contractual alternativa a la de pagar."<sup>189</sup> Pero estos casos de defecto son a menudo insatisfactorios en cuanto llegan demasiado tarde y la parte en regla no puede siempre salir del Swap cuando el procedimiento judicial ha comenzado. Es por eso que los casos de defecto se enriquecen de cláusulas más sensibles a la evolución de la situación económica y financiera de la contrapartida. Así, unas cláusulas estipulan que el defecto de una parte o de una de sus filiales en otro Swap celebrado con la misma contraparte puede ser considerada como en caso de defecto de la contrapartida.<sup>190</sup> Esta cláusula se extiende a veces al error en un Swap cualquiera, también con un operador diferente.

Las cláusulas nominadas "cross-default" tienen el mismo objetivo: permiten a una parte tener la razón de pedir la rescisión del Swap en el momento en que la contraparte presenta evidentes dificultades financieras, formalizadas en un determinado

---

<sup>188</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 26

<sup>189</sup> Condiciones generales del AFB, artículo 8, pg 11, ver anexo; código "ISDA" 1986, pgs 25, 26.

<sup>190</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 27

número de criterios financieros;<sup>191</sup> estos criterios están generalmente expresados en un porcentaje del capital para ser fácilmente aplicables a las dos partes.

La consecuencia de la aparición de un caso de defecto significa la rescisión del Swap. Puede tener dos formas: automática, o vinculada a la voluntad de la parte que no tiene defectos.<sup>192</sup> La rescisión automática ya no se utiliza y se basaba en la idea de que evitaba deber iniciar el procedimiento de rescisión que habría podido ser molestado por la apertura de un procedimiento judicial. Pero no siempre el automatismo era eficaz. Además puede llevar a unas situaciones en las cuales la voluntad de la parte no defectuosa no quiera aplicar la rescisión automática. Puede ser que, de hecho, el defecto desaparezca antes del envío de la notificación, algo que permite al contrato seguir su curso.

De todas formas, el caso de defecto normalmente lleva a la rescisión del contrato de Swap con la simple notificación de la parte no defectuosa.

“Nuevas circunstancias” se añaden a los casos de defecto, y en particular existen dos de relevo: la ilegalidad y la imposición de la operación. La ilegalidad supone la adopción de nuevas reglas que hacen ilícita la transacción, mediante uno de los países cuya moneda está sujeta o en el cual una de las partes reside; se puede tratar de una nueva reglamentación de los cambios, de una reglamentación bancaria muy estricta, de un mayor control de determinadas empresas (públicas o casi públicas). Un evento así es un caso de fuerza mayor evidente que rinde imposible el seguirse de los pagos y debe llevar a la rescisión del contrato.<sup>193</sup>

La imposición de la operación se refiere a la aplicación de la retención de la fuente de la cual hemos hablado anteriormente,<sup>194</sup> que puede estorbar al equilibrio del contrato y suprimir todo su interés económico y financiero.

En caso de nuevas circunstancias una de las partes tiene el riesgo de ser lesionada, dispone entonces de un derecho de rescisión del contrato, que funciona de modo idéntico al anterior, en caso de defecto.

---

<sup>191</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 27: "Any event or occurrence takes place that has the effect (or that, with the giving of notice or the lapse of time or both, would have the effect) of causing or permitting Indebtedness of that party in an aggregate amount exceeding 2% of that party's stockholders' equity to become due before the schedule maturity date of that Indebtedness, of that party fails to pay when due Indebtedness in an aggregate amount exceeding 2% of that party's stockholders' equity".

<sup>192</sup> Gooch, A., Klein, L.: ob.cit., pg 28

Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 100

<sup>193</sup> Condiciones generales del AFB, pg 11, Código "ISDA" 1986, secciones 11.8, pg 26

<sup>194</sup> Ver las cláusulas fiscales en los contratos de Swap, pg 353

Todavía lo distinguen dos particularidades: se prevé un plazo de negociación durante el cual las partes intentan buscar una solución conveniente y equilibrada para frenar la nueva circunstancia; el derecho de rescisión no puede ser ejercitado sólo al término de este período. Además la ausencia de defecto provoca que las partes puedan estar obligadas a reparar los daños de su contrapartida.<sup>195</sup>

No analizaremos aquí las cláusulas necesarias por el cálculo de la indemnización de rescisión. Por su dificultad, serán tratadas aparte y las técnicas utilizadas servirán como guía para medir la extensión de los daños<sup>196</sup>.

### **2.3.7. El desistimiento unilateral**

El desistimiento unilateral es una figura jurídica que tiene un uso distinto en los contratos normativos considerados hasta ahora respecto del contrato normativo de la ABI.

En el contrato español la resolución unilateral está permitida para las dos partes por cualquier razón y en cualquier circunstancia, siempre que sea notificada a la otra parte contrayente al menos treinta días antes de la fecha unilateralmente fijada por la parte que realiza la notificación para la resolución. Sin embargo, la resolución del contrato normativo no implica la resolución de las operaciones todavía vigentes que fueron concluidas en el marco de aquél.<sup>197</sup>

### **2.3.8. La anulación del contrato de Swap**

En España, a lo largo de los últimos años, y en particular a partir de 2007 se han presentado numerosas demandas para anular contratos de Swaps, contratados dentro de entidades financieras y pequeñas, medianas empresas. Las entidades no financieras dicen no haber sido correctamente informadas sobre el alcance real y mecánica del producto que los bancos le presentaron. Las demandas han sido principalmente causada por la aleatoriedad del producto, el escenario macroeconómico de recesión mundial, combinado con la comercialización por parte de los bancos locales a clientes desconocedores del mercado además que no siempre los bancos daban la posibilidad de

---

<sup>195</sup> Condiciones generales del AFB, artículo 8, pg 12

<sup>196</sup> Ver desarrollo sobre la estructura del contrato, pg 366

<sup>197</sup> Zamorano Roldan, S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2003, pg 268

introducir modificaciones o matizaciones, por lo tanto parecían más a contratos unilaterales y de adhesión.

La litigiosidad podría aumentar en el futuro cercano, considerado que hay un plazo de cuatro años para el ejercicio de la acción de restitución que empieza a correr desde la fecha de la última liquidación, lo que determina un horizonte temporal de cierta amplitud.<sup>198 199</sup>

Barceló Domenech en su reciente publicación se centra en analizar en la posibilidad de anular el contrato por vicio del consentimiento, por error, y por consecuencia la restitución de las prestaciones, reintegro de las cantidades pagadas y percibidas. En particular la contraparte del Swap puede solicitar anular el contrato por error en la prestación del consentimiento, siendo dicho error causado por la insuficiente información suministrada por la entidad bancaria. El incumplimiento de los deberes de información ha sido canalizado a través del error, mas raramente a través del dolo, que como vicio del consentimiento anula el contrato. En este sentido va la mayoría de las sentencias más recientes que tienen como protagonistas principalmente banco locales españoles y pequeñas y medianas empresas.

La SJPI núm. 4 de Salamanca de 31 de marzo de 2011, ilustra correctamente acerca del deber de información que incumbe al banco que comercializa entre su clientela el Swap: "...esta característica de contrato complejo, requiere una especial labor de información por parte de la entidad bancaria, para asegurarse de que el cliente comprende su contenido y verdadero alcance. Esta información debe resaltar el riesgo patrimonial del producto. En concreto, debe ser destacado en la permuta de tipos de interés, el efecto gravemente perjudicial para el cliente que deriva de la bajada de los tipos de interés. En realidad estos contratos funcionan con la finalidad perseguida mientras se produce la subida de tipos de interés pero, tras cambiar la tendencia y comenzar a bajar los tipos de interés, el producto crea un riesgo mayor del que se pretende evitar. En estos casos, el producto incrementa el riesgo del cliente desproporcionadamente a la protección que le ofrece en caso de subida, convirtiéndose

---

<sup>198</sup> Barceló Domenech, J.: "La anulación del contrato de Swap por error en el consentimiento", Revista de Derecho Privado, Madrid, Jul-Aug, 2012, pgs 3-46

<sup>199</sup> El plazo de cuatro años del art. 1.301 C.c. se refiere propiamente a la acción de restitución y no a la acción declarativa de la nulidad. El plazo está previsto, en realidad, para aquellos casos en los que hubo cumplimiento del contrato y, transcurridos los cuatro años, ya no podrá solicitarse la restitución de los bienes entregados.



en un producto claramente especulativo y muy perjudicial para el cliente”.<sup>200</sup> La información que debería facilitar la entidad bancaria, debería tomar en cuenta el análisis de escenarios del producto desde el momento inicial hasta su vencimiento, aunque los escenarios son infinitos y difícilmente predecibles. El deber de informar incumbe a la entidad bancaria y encuentra su fundamento en el principio de buena fe, la normativa de mercado de valores exige que las entidades bancaria y financieras tiendan en su comportamiento a la protección y tutela de los intereses del cliente, realizando sus operaciones de forma transparente, fundamentalmente en los tratos previsto al momento en que se perfecciona el contrato. Es importante saber si dichos Swaps han sido firmados antes o después de la Ley 47/2007, de 9 de diciembre, y saber así cuales eran realmente las disposiciones vigentes.

Según el art. 1.303 C. Civil “declarada la nulidad de la obligación, los contratantes deben restituirse recíprocamente las cosas que hubiesen sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio de los intereses...”, por lo tanto no solo se declara la nulidad, sino que se solicita la restitución recíproca de las prestaciones, es decir anular los cargos y cobros efectuados por razón del contrato que ha sido anulado, todo ello con los intereses legales correspondientes.

Se argumenta si es oportuno pedir la indemnización de los daños y perjuicios causados, ya que no hay norma en el derecho español que excluya tal posibilidad. La contratación de un Swap puede haber creado pérdida de ventajas o pérdida de oportunidades de contratar productos financieros más adecuados, pero opinamos que en estos casos entran en juego muchas dificultades y en particular la de probar.

Algunas sentencias hablan de contrapartes que entendían el Swap como seguro, otros hablan de asimetrismos, es decir de reciprocidad entre los riesgos que asume cada parte<sup>201</sup>, en la Sentencia de AP Valladolid de 8 de noviembre de 2011, se habla de apuestas contra el banco, la misma sentencia habla de producto complejos y especulativo, la sentencia de AP de Asturias de 4 de abril de 2011 habla de apuesta sobre la evolución de tipos de interés, un juego financiero, la sentencia de SAP de Salamanca del 28 de diciembre de 2011, una apuesta sobre un pago, cobro de intereses según evolucione el tipo básico de referencia. Muchos tribunales dicen que el producto se oferta cuando la crisis asoma en el horizonte y una de las medidas para combatirla ha

---

<sup>200</sup> Barceló Domenech, J.: “La anulación del contrato de Swap por error en el consentimiento”, Revista de Derecho Privado, Madrid, Jul-Aug, 2012, pgs 3-46

<sup>201</sup> Sentencia de AP de Oviedo de 21 de marzo de 2011

sido una bajada importante del Euribor que se ha traducido en la ganancia de la demandada. La sentencia de AP de Zamora de 18 de julio de 2011, destaca la situación de confianza y la confianza que en su condición de experto despiertan en la otra parte que hace que esta pueda legítimamente esperar de aquellas la información que le ayude a comprender el contenido y alcance de los que va a contratar.

Intentaremos dar una respuesta ordenada y estructurada a todas estas declaraciones y sentencias en la siguiente parte donde identificaremos las características jurídicas, la calificación de estos contratos y en particular hablaremos de la comercialización de los Swaps y del la normativa MiFID<sup>202</sup>.

### **2.3.9. Las garantías y cláusulas diferentes**

El Swap no está exento del riesgo del crédito, aunque es más limitado respecto a los otros instrumentos financieros. Es por eso que las partes buscan unos medios de protección obteniendo unas garantías supletorias de terceros. De esta mejor protección deriva una mejor facilidad a ceder sus obligaciones contractuales y por consecuencia una mayor liquidez en el mercado. Hay otras formas de garantías a considerar.

La forma más completa de garantía consiste en el garante que actúe como otro responsable del acuerdo y se sustituya a la parte inicial, en sus derechos y sus obligaciones desde el momento que es defectuosa. Una solución menos radical tiende a conseguir que los terceros garanticen la totalidad del acuerdo y se obliguen a realizar los pagos de la parte defectuosa. Pero esta solución causa unas dificultades respecto al derecho de quiebra. La parte no defectuosa avisa al garante que seguirá realizando sus pagos a la parte defectuosa. El garante obtiene entonces solamente el derecho de subrogación en los créditos de la parte no defectuosa. Si el Swap prevé una cláusula indicadora de que los pagos de la parte no defectuosa serán realizados directamente al garante, se puede dudar de su validez. Es por eso que se prefiere que la garantía sea sólo sobre el importe de la indemnización de rescisión.<sup>203</sup> El garante entonces está obligado exclusivamente sobre el diferencial y no tiene que recuperar la suma acumulada de los pagos anuales.

---

<sup>202</sup> Markets in Financial Instruments Directive, normativa que nace con la intención de mejorar aun más la protección de los inversores, facilitar la creación de un Mercado único de servicios financieros en la Unión Europea e incrementar la oferta de productos y servicios a su disposición.

<sup>203</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 101

La solución del aval o de las cauciones independientes del contrato inicial puede evitar las dudas anteriormente descritas. Pero el aval no otorga un derecho de subrogación sino un simple derecho de crédito, y su gasto limita el interés, a menos que vierta sobre el importe más débil de la indemnización de rescisión. En relación a las cauciones, los bancos tienen unos límites que les impiden obligarse por todo lo que fuera necesario. Además, el hecho de que las partes se obliguen a obtener una caución independiente del contrato de base, sin que la caución misma haya sido una condición del contrato, no es una protección segura.<sup>204</sup>

Los contratos terminan de manera natural mediante unas cláusulas determinantes; la ley aplicable al contrato y la cláusula de atribución de competencia.

## **2.4. Elementos formales: las codificaciones**

### **2.4.1. Los “Masters Agreements”**

#### **2.4.1.1. Definición y características generales**

Para eludir las dudas relativas al procedimiento de elaboración del contrato, y para acelerar la formación de cada operación de Swap, las partes pueden acordarse y determinar de manera general las cláusulas invariables como las modalidades de rescisión y de indemnización en caso de rescisión, las sanciones y las cláusulas aplicables en caso de retraso de pago; pero pueden ser más precisas y tener unas definiciones de los términos que serán posteriormente utilizadas por las partes: modalidad de cálculo de los tipos variables, índices de referencia, días laborables en relación con los cálculos...

La práctica de los “Master Agreements” es particularmente interesante para las partes que tienen relaciones frecuentes y que firman muchas operaciones de Swaps entre ellas. Necesitan solamente retomar, en el momento de la conclusión de cada transacción, los términos que figuran en el Master Agreement: están aseguradas preventivamente por una mejor comprensión de su voluntad recíproca y por la velocidad y por la seguridad contractual.

---

<sup>204</sup> Henderson, S.K., Price, A.M.: ob.cit., pg 102

Los “Master Agreements” pueden ser utilizados de dos maneras diferentes:<sup>205</sup>

- Como un contrato único que agrupa el conjunto de las transacciones sucesivas, siendo cada una de ellas realizadas como un simple intercambio de “Swift”.
- Como un conjunto de cláusulas y condiciones pre redactadas que están insertas en los contratos independientes concluidos cada uno por una operación de Swap diferente. La ventaja de esta solución a contratos múltiples e independientes es que permite la cesión de los contratos caso por caso, asegurando así que el cedente estará ligado a unas cláusulas y condiciones previstas originariamente entre las partes.

La primera solución es la más común y los “Master Agreements” hechos bajo esta forma tienden a sustituir los de la segunda categoría<sup>206</sup>. Además puede siempre estar hecha de tal manera que ponga en evidencia que los Swaps son unos contratos independientes. La solución del contrato único tiene dos ventajas:

- Los bancos y las grandes instituciones tienen a menudo unos límites internos o reglamentarios<sup>207</sup> sobre los riesgos que pueden aceptar a cada contrapartida. Si el “Master Agreement” autoriza la entidad a compensar los importes debidos en virtud de los diferentes Swaps concluidos bajo su visión, y les permite anular el conjunto de los contratos si la contraparte hace defecto solamente para uno de ellos, la entidad podrá decidir que solo el riesgo global, todas las compensaciones efectuadas, hay que tenerlo en cuenta para la verificación de los límites. Eso les permite considerar un número más alto de Swap con cada contrapartida.
- La segunda ventaja es que puede evitar ciertas dificultades en caso de procedimiento judicial o el administrador judicial podría decidir la rescisión de unos contratos y no de otros; de hecho, el contrato único obligaría probablemente al administrador judicial a anular todos los contratos o ninguno

---

<sup>205</sup> Henderson, S.K.: "Legal documentation issues relating to Swaps", Inside The Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pg 75

<sup>206</sup> Gloch, A., Klein, B.: "Annoted Sample Agreements for Interest Rate and Currency Swaps": Swap Agreement Documentation, Euromoney Publications Financial Law Documentation, Londres, 1987, pg 71

<sup>207</sup> O.C.D.E.: "Le contrôle prudentiel des banques", Etudes Spéciales, Tendances des Marchés de Capitaux, O.C.D.E., n°35, noviembre 1986, Paris, pg 13

de ellos, mientras que esto les permitiría elegir entre los contratos existentes los que son más favorables y de rechazar los más peligrosos.<sup>208</sup>

#### **2.4.1.2. Las cláusulas específicas a los “Master Agreements”**

Los “Master Agreements” comportan siempre una cláusula que define su rol respecto a las futuras relaciones entre las partes. Es ella la que determina si se trata de un contrato único del cual dependen todos los otros acuerdos, o de un conjunto de cláusulas para sustituir en los contratos independientes. La cláusula más frecuente es la más reciente estipulada: “The parties intend to enter into Swap transactions under this agreement from time to time on the understanding that each such Swap transaction will constitute an integral part of this Agreement, and it is an essential part of the parties bargain that all Swap Transactions hereunder be treated as a single agreement for all purposes. The terms of each such Swap transaction shall be those set forth in this Agreement as modified or supplemented for purposes of the relevant transaction by Confirmation relating to it”.<sup>209</sup>

Tal cláusula concilia al mismo modo las ventajas del contrato único y de la independencia de cada acuerdo posterior.

El “Master Agreement” prevé igualmente en qué condiciones deben ser intercambiados los acuerdos propios a cada transacción. Una vez llegados al acuerdo obtenido en el mercado, en general por vía telefónica, una de las partes está encargada de enviar una carta de confirmación donde se recuerdan las disposiciones esenciales de su acuerdo y la misma parte tiene que rellenar los campos en blanco del “Master Agreement”; la contraparte tiene que firmar una copia de este documento y reenviarla en el más breve tiempo posible. Si la contraparte tiene que hacer observaciones, tiene que hacerlas inmediatamente.

La cláusula prevé también un mecanismo de aceptación tácita, de tal manera que una parte no formula la observación en los detalles y no tiene que reenviar una copia

---

<sup>208</sup> Práctica denominada “Cherry picking”; Gooch A, Klein L, ob.cit. pgs 19, 21; el artículo 365 a del Bankruptcy Code americano ofrece la opción al administrador judicial o al “debtor in possession” de su activo en liquidación, de continuar o cesar los contratos según la propia voluntad; Martin, D.: “Le droit des entreprises en difficulté; Les lois des 1<sup>er</sup> mars 1984 et 25 janvier 1985”, La Revue de Banque Editeur, 1985 p22, n°44; las mismas disposiciones sostiene el derecho francés de la quiebra, art 37 al 5 y art 56 de la ley n°85-98 de 25 de enero del 1985;

<sup>209</sup> Gooch, A., Klein, B.: “Annotated Sample Agreements for Interest Rate and Currency Swaps”, Swap Agreement Documentation, Euromoney Publications Financial Law Documentation Series, Londres, 1987, pg 71

firmada de la carta de confirmación, y se considera como obligada en la transacción<sup>210</sup>. Si al contrario exige una corrección sobre una de las disposiciones fundamentales citadas en el documento, y que el desacuerdo persiste, la transacción esta considerada como inexistente por el hecho de la ausencia de acuerdo en las voluntades.

“The parties anticipate that their Swap Transactions with each other will usually be concluded over the telephone. AAA shall promptly send BBB a Confirmation of each Swap Transaction between them, and BBB shall promptly confirm the accuracy of that Confirmation by signing a copy and returning it to AAA by hand or by facsimile transmission. Any request for correction of error in a Confirmation shall be made immediately upon receipt there of. In the absence of an immediate request for correction of error, a Confirmation shall be deemed correct as sent, and BBB shall be bound by the terms of the Swap Transaction set forth therein as fully as if BBB had signed the Confirmation and returned it to AAA as provided herein. If a correction on an essential term is promptly required and the parties are unable to agree on the correction, the attempted transaction shall be void, inasmuch as there will not have been a meeting of minds on the essential terms of that transaction”.<sup>211</sup>

El “Master Agreement” tiene normalmente como anexo unos ejemplos de cartas de confirmación que resumen las diferentes rúbricas necesarias para que el acuerdo sea completo. Durante la negociación telefónica, los operadores pueden apoyarse sobre estos modelos para no olvidar ningún punto. Solo queda enviar la carta o el “Swift”.

Para satisfacer las exigencias del control de riesgos tomado por cada contrapartida, el “Master Agreement” prevé el cúmulo de todos los contratos autónomos en caso de rescisión.

La rescisión tiene como objeto el conjunto de los contratos concluidos entre las partes. La indemnización está calculada igualmente sobre el conjunto. Así la sección que regula las modalidades de la indemnización vierte sobre una cláusula de agregación de todos los Swaps: "Aggregation is specified by the parties in respect of each measure of damages specified in this section".

---

<sup>210</sup> La validez de tales estipulaciones no es aún claramente establecida: *Dorian Holding & Trading Corp. V. Brunswick Terminal & Ry. Securities Co.*, 230 App. Div. 514, 518-519, 245 N.Y. Supp.410, 415; *Regal Music Co. v. Hirsch*, 16 Misc. 2d 365, 370-71, 183 N.Y.S. 2d 474, 479-80 (N.Y. Co 1959);

<sup>211</sup> Gooch, A., Klein, B.: “Annotated Sample Agreements for Interest Rate and Currency Swaps”, *Swap Agreement Documentation*, Euromoney Publications Financial Law Documentation Series, Londres, 1987, pg 71

Para respetar esta lógica, el defecto de uno de los contrayentes respecto a un solo contrato, lleva a la rescisión de todos los contratos; así se ha añadido a la lista de los “events of defaults”.

"Failure to Pay under Specified Swaps. Specified Swaps: all rate Swaps, rate caps, currency exchange and similar transactions, however described, between AAA and any of its Affiliates, on the one hand, and BBB or any them Affiliates, on the other".

Una última cláusula particular es relativa al fin del “Master Agreement” mismo. Dicha cláusula está generalmente formulada de la siguiente manera: "Cancellation: At any time when there are no Swap Transactions hereunder, either party may give notice of the cancellation of this Agreement effective immediately".

Esta estipulación es importante porque cuando las partes no pueden resolver un “Master Agreement”, eso nos llevaría a la rescisión anticipada en los contratos; ahora bien sabemos que los operadores principales del mercado de Swaps prefieren anular los efectos de un Swap haciendo un Swap inverso con otra contrapartida, más que reponer en causa el Swap inicial mismo.<sup>212</sup>

Vistas estas diferentes características y particularidades, podemos intentar definir la naturaleza jurídica del “Master Agreement”.

Los “Master Agreements” son la expresión del acuerdo preventivo de las dos voluntades cuyo grado de intervención es difícil de medir. Los autores han evidenciado las numerosas formas de acuerdos preventivos<sup>213</sup> que pueden ser unas cartas de intención, de los contratos de negociación, de los acuerdos parciales, de las promesas de contrato, de los acuerdos de principios...

Los “Master Agreements” son una forma genérica de casos de contratos que no pueden ser comparados por ninguna de las nociones evaluadas por la doctrina, pero posee ciertas características comunes a ella. No obstante, las particularidades de ciertos tipos de “Master Agreements” nos pueden permitir incluirlos en una de nuestras categorías existentes en la doctrina; es el caso de los masters concebidos para los Swaps.

---

<sup>212</sup> Cunningham, D.P.: "Interest Rate and Currency Swaps", Corporate Law and Practice, Course Handbook Series, n°505, 1986, pgs 248 y ss

Henderson, S.K.: "Tradability of Swaps", Swap Finance, Euromoney Publications, 1986, 2 vols pg 177

<sup>213</sup> Moussera: "La durée dans la formation des contrats", Mélanges Jauffret, p 509. Cedras, J.: "L'obligation de négociier", R.T.D.Com., París, 1985, pgs 265 y ss. Schmidt, J.: "Négociation et conclusion des contrats", Manuel de Dalloz de Droit Usuel, 1982, Schmidt, J.: "La sanction de la faute précontractuelle", R.T.D.Civ., París 1974, pg 46 ; Mestre, J.: nota París 13 de diciembre del 1984, Société Soframica c. Isabelle Adjani, R.T.D.Civ., París 1986, pg 97.

Los anteriores “Master Agreements” que estaban formados por unas cláusulas incorporables en los acuerdos posteriores e independientes son asimilables a unos contratos genéricos, pero con unas diferencias. Son objeto de un estudio detallado de Boulart<sup>214</sup> que concluye: “Si el Master puede responder a las definiciones del contrato-marco, tiene el fin de preparar la conclusión hipotética de los contratos de intercambio de tipos”. Como precisa después,<sup>215</sup> “es simplemente con la firma de un acuerdo específico que las obligaciones mencionadas en el Master, producen los efectos. Pero estas observaciones interesan solamente una forma antigua de “Master Agreements” las cuales no tenían las características de los actuales.

Los “Master Agreements” recientes se integran mejor en la definición de contrato marco. Recordamos que un contrato marco es un acuerdo “que tiene por objeto definir las principales reglas a las cuales serán sujetos los acuerdos a tratar, rápidamente, en el futuro, contratos de aplicación o de ejecución, a los cuales las simples órdenes de servicios darán su soporte”<sup>216</sup>. Su objetivo es “facilitar la conclusión de los contratos de aplicación, y obligan las partes a respetar, durante la conclusión eventual, las modalidades fijadas por adelantado”<sup>217</sup>.

Los nuevos Masters ya no son simples contratos preparadores que indican unas cláusulas tipo y accesorias que se pueden utilizar a cada nuevo contrato; son unos contratos aparte, con unas obligaciones propias que les caracterizan. Prevén que los Swaps puntuales hagan parte integrante del Master, de manera tal que el Master se comporte de alguna manera como un “mega-Swap”; los Swaps puntuales están todos conectados los unos con los otros, de manera tal que el defecto de uno provocará la rescisión de todos los demás, la vida de cada Swap depende de la vida del Master; la cláusula de ruptura del Master dice que las partes deben esperar a que no hayan más Swaps en curso, en caso contrario se verían anulados.

Es decir, la unión entre el “Master Agreement” y los Swaps es más fuerte. Haría falta decir que existen más operaciones económicas de Swaps, pero jurídicamente existe solo una. Esta interpretación no es completamente verdadera en cuanto el “Master Agreement” prevé que cada Swap debe poder también ser considerado de manera individual.

---

<sup>214</sup> Boulart, P.A.: *Le régime juridique des échanges de taux d'intérêt (Swaps)*, Tesis de doctorado, París II, presentada el 11 de mayo del 1987, pg 128

<sup>215</sup> Boulart, P.A.: ob.cit., pgs 128 y ss

<sup>216</sup> Mousseron, J.M., Seube, A.: "A propos des contrats d'assistance et de fourniture", D.1973 Chr., pg 197

<sup>217</sup> Schmidt, J.: "Négociation et conclusion des contrats", Manuel de Dalloz de Droit Usuel, 1982, París, pg. 435



Los contratos-marco conocidos del derecho, obligan directa e inmediatamente a las partes. Así, en los contratos sobre el petróleo, las partes se obligan a la exclusividad. En los “Master Agreements” de Swaps, ninguna obligación parece pesar sobre las partes y una vez que deciden concluir un Swap diferente al que estaba previsto en el Master, es imparables. Pensamos que tal afirmación puede ser remarcada por dos argumentos: las partes fijan la obligación condicional de respetar las estipulaciones del Master, si esto viene elegido; a partir de este momento, el Master aplicable aparece como un contrato marco con una condición suspensiva; el día en que las partes firman un primer Swap, comienza a producir sus efectos; las condiciones puestas en la obligación, no ponen en causa, según nuestra opinión, la naturaleza del contrato. Además, la simetría de la transacción y la igualdad de las partes explican la imposibilidad de encontrar una obligación inmediatamente tangible; la novedad de la situación no debe oscurecer la voluntad de las partes que es la de dar un cuadro de referencia para los acuerdos particulares. Un argumento práctico se añade: las partes ponen a punto un Master cuando tiene unos Swaps listos para concluir, reduciendo las condiciones para una existencia más breve.

Queda verificar que el “Master Agreement” esté formado y sea válido como contrato marco, y eso ha sido puesto en discusión<sup>218</sup>. El problema se encuentra en los elementos esenciales del acuerdo<sup>219</sup>. La doctrina ha propuesto una fórmula para definir estos elementos esenciales: “elementos del contrato sin los cuales sería imposible saber que tipo de acuerdo ha sido concluido”<sup>220</sup>; elementos centrales, específicos, que traducen la operación jurídica y económica que las partes quieren realizar”<sup>221</sup>. Pero es la jurisprudencia quien debe pronunciarse. Si concebimos fácilmente que en la venta, la cosa y el precio son elementos esenciales por oposición a las modalidades de ejecución

---

<sup>218</sup> Boulart, P.A.: ob.cit., pg 127; el autor se apoya en el artículo 1591 del Código Civil francés, que hace referencia a los precios en los contratos de venta, y menciona la jurisprudencia celebre sobre los contratos de cerveza y de petróleo, que habían sido anulados, por indeterminación del objeto en cuanto no fijaban precisamente y precedentemente la totalidad de las condiciones esenciales de los contratos de aplicación, en particular el precio de las entregas a efectuar. Cass. Com. Gennaio 1971, 5 novembre 1971, D.1972, pg 353, nota de Ghestin, J.C.P. 1972.II.16975, nota Bore.

<sup>219</sup> Jestaz, pg : L'obligation et sa sanction: à la recherche de l'obligation fondamentale, Mélanges Raynaud, 1985, pg 283

<sup>220</sup> Aubert, J.L.: "Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat", L.G.D.J., París, 1970, pg 377; en Ghestin, J.: *Traité de Droit Civil, Les Obligations, Le Contrat: Formation*, 2a edición, París, 1980 y en Weill, A. y Terre, F., ob.cit., en Req.14 maggio 1912,D.P1913.I.281, nota Valery, Req.22 marzo 1920, S.1920.I.208

<sup>221</sup> Delebecque, pg : *Les clauses allégeant les obligations*, Thèse Aix, 1981, p 198, Mestre, J.: "Contrats valables et contrats nuls en période de cours forcé", J.C.P.1938.I.57.nota París 13 de diciembre del 1984, Société Sofracima c. Isabelle Adjani, R.T.D.Civ., París 1986, pg 99

de las obligaciones<sup>222</sup>, o a la repartición de los flujos fiscales<sup>223</sup>, de las dudas que pueden aparecer para otros contratos, y sobre todo para aquellos *sui generis*.<sup>224</sup>

En el caso de los “Master Agreements”, los elementos esenciales son aquellos que hemos mencionado cuando hemos explicado las cláusulas particulares del contrato (eso satisface la definición de Aubert): voluntad de hacerle un contrato único que impone sus disposiciones a los futuros acuerdos de Swaps, voluntad de unir los Swaps en caso de rescisión: fijación de las modalidades de rescisión de los acuerdos futuros. Estas disposiciones esenciales son aquellas de un contrato marco; no se puede acusar a un “Master Agreement” de no haber fijado los tipos, los importes, los vencimientos, si eso fuera su objeto, sería un contrato de Swap: pero no es el fin. Está hecho al fin de encuadrar, las partes ya se han puesto perfectamente de acuerdo sobre todos sus puntos principales. Deducimos que el contrato está formado por el hecho de la rescisión del acuerdo de las partes sobre estos puntos esenciales<sup>225</sup>, es válido en cuanto no hay indeterminación del objeto<sup>226</sup> y encontramos en este análisis una confirmación que se trata de un contrato marco.

El desarrollo de los “Master Agreements” es un medio original para satisfacer las exigencias de rapidez, de seguridad y para controlar la complejidad, de los contratos financieros.

Representan un primer paso hacia la “mobiliarización” del mercado. Pero se quedan como el resultado de dos partes y sus efectos están limitados a las dos partes. Además, son económicamente productivos, en el caso de las partes que tienen unas relaciones frecuentes y que piensan en realizar entre ellos numerosos Swaps. La consecuencia lógica de esta tendencia es la tendencia multilateral de este tipo de acuerdos bilaterales.

#### **2.4.1.3. Las otras tentativas de codificación**

Como para los “Master Agreements”, las tentativas de codificación que tienen como objetivo hacer más sencilla la negociación de las transacciones y evitar las dudas

---

<sup>222</sup> Mestre, J.: ob.cit., rinvia a Civ. 1<sup>ère</sup>, 26 Novembre 1962, D.1963, pg 61 R.T.D.Civ., París 1963, pg 364, obs .Cornu.

<sup>223</sup> Mestre, J.: ob.cit., reenvía a Civ. 3<sup>ème</sup>, 14 de enero del 1975, Bull Civ II, pg 9.

<sup>224</sup> Schmidt, J.: "Négociation et conclusion des contrats", Manuel de Dalloz de Droit Usuel, 1982, París, pg 63

<sup>225</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>226</sup> Jurisprudencia de los contratos sobre la cerveza, art 1591 y 1129 del Código Civile francés.

de comprensión de los términos empleados. A causa del volumen importante de los Swaps tratados cotidianamente y del poco tiempo disponible para negociarlos, los operadores se concentran sobre los datos económicos y financieros de la transacción y se obligan estando de acuerdo con el resto de las disposiciones jurídicas. Pasa a menudo que las dos partes no se dan cuenta, en el momento de la conclusión de las transacciones, de las diferencias importantes de interpretación provenientes de distintas costumbres. Ahora las prácticas son muy diferentes entre los mercados y también entre los operadores. Estos últimos no se dan cuenta de sus desacuerdos hasta el momento de la firma del documento final<sup>227</sup>, mientras que la ejecución de las obligaciones contractuales ya ha comenzado. Resultan de debates largos e inútiles, que provocan verdaderas “batallas de documentos”, durante las cuales cada parte defiende su posición inicial, no porque sea justa, sino porque se basa en un lenguaje familiar.

La definición común de más operadores de la terminología y de las prácticas aplicables a los Swaps representaría un progreso seguro. Su carácter, más colectivo que el de los “Master Agreements” contribuye a una mejor fluidez del mercado<sup>228</sup> y al desarrollo del mercado secundario.<sup>229</sup>

Como respuesta a estas preocupaciones, un grupo de 18 operadores empezó a trabajar en los Estados Unidos, para poner a punto una terminología común para los Swaps de tipos de interés.

Este ejemplo ha sido seguido por otros países y se cuentan hoy cuatro tentativas más o menos avanzadas de codificación: las del “Internacional Swaps Dealer Association” (ISDA), la de la “British Bankers Association”, la de la “Association Française des Banques” y más recientemente una tentativa de estandarización de los Swaps de interés en dólares australianos realizada por la “Australian Intersest Rate Swap Comitee”.

#### **2.4.2. Los trabajos de la ISDA**

---

<sup>227</sup> Ross, D., Rogers, W.: "The "ISDA" Code of Swaps", Inside the Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pg 81

<sup>228</sup> Lezardiere, A. de: "Beyond the ISDA: Structural Problems and Developments", Inside the Swap Market, "International Financing Review", Londres, 1985, pg 81

<sup>229</sup> Stoakes, C.: "Standardising Swap documentation", International Financial Law Review, marzo 1985, pg 11

Ross, D. y Rogers, W.: ob.cit., pg 82

El “ISDA” tiene la doble ventaja de estar en el país donde el mercado de Swaps es el más importante y estar compuesta por los operadores más activos. Eso provoca que los trabajos tengan repercusiones sobre el conjunto de la comunidad mundial de los Swapistas, y que la Asociación esté considerada como el corazón regulador y el lugar de elaboración del futuro mercado de los Swaps. Intentaremos definir la “International Swap Dealers Association” (2.4.2.1); luego analizaremos los Códigos propuestos en el 1985 y en el 1986 (2.4.2.2); Por fin nos interesaremos de su última realización, los contratos marco (2.4.2.3).

#### **2.4.2.1. La “International Swap Dealers Association”**

Los motivos que hemos evidenciado han conducido a los operadores del mercado de los Swaps a agruparse en el seno de un “Documenting Comité” a partir del mes de mayo de 1984. A causa de la verificación de eventos externos había que juntar la comunidad de los “Swapistas”: una serie de artículos fue publicado sugiriendo que el mercado de los Swaps era artificial y comportaba ciertos peligros, en particular el riesgo de crédito en la transacción; al mismo tiempo, la “Federal Reserve Bank” exigía un estudio detallado del mercado de los Swaps del cual nadie conocía la razón<sup>230</sup>, y numerosos órganos de control ya fueran americanos o extranjeros empezaron a mirar esta nueva técnica<sup>231</sup>; desde un punto de vista contable, el “Financial Accounting Standard Board” (FASB) organizó al principio de 1985 una conferencia sobre los Swaps.

A causa de las dudas de este nuevo instrumento financiero, los miembros de la “Documentation Commitee” decidieron acelerar su trabajo para mejorar la organización del mercado y controlar las nuevas reformas. En marzo de 1985 se constituyó la “International Swap Dealers Association”.<sup>232</sup>

Los objetivos del “ISDA” son desarrollar unas partes uniformes y eficaces en la conducción de las negociaciones de las operaciones de Swap, promover dentro de los operadores internacionales las interpretaciones formuladas de los miembros, y ser un lugar de discusión entre estos últimos; además, pretende mantener informados a los

---

<sup>230</sup> De hecho se trataba de una investigación requerida por el Bank for International Settlements cuyo resultado está aclarado en: “Recent Innovation in International Banking”, abril, 1986

<sup>231</sup> Bank of England, US Comptroller of the Currency, Securities and Exchange Commission;

<sup>232</sup> Los miembros fundadores fueron: Bankers Trust Company, Citibank, The First Boston Corporation, Goldman Sachs, Kleinworth, Benson Cross Financing, Merrill Lynch, Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley, Salomon Brothers, Shearson Lehman Brothers.

miembros del Asociación de las nuevas reglamentaciones que se aplican a los Swaps y, si es posible, participar en la elaboración de estas reglas. La “ISDA” esta abierta a todos los operadores del mercado de los Swaps del mundo. La “ISDA” esta compuesta por un “Board of Directors” y por cuatro grupos de trabajo: “Documentation Credit, Market Information, Regulatory and Accounting”.<sup>233</sup> El departamento legal es el encargado de la estandarización de los términos y de las prácticas, mediante la realización de documentos representativos en los que se incluyen las decisiones comunes de todos los operadores miembros de la asociación. El departamento de crédito tiene por misión analizar los riesgos del crédito y los riesgos del mercado generados por los Swaps y de poner a punto los modelos permitiendo ponerles un valor y tratarles. El “Market Information” recoge los datos estadísticos sobre el mercado y el departamento de control y contabilidad, es un órgano de unión con los administradores para controlar y participar en la elaboración de las reglamentaciones que pueden tocar a los Swaps.

El objetivo del “ISDA” es el de desarrollar su carácter internacional a fin de dar aún más valor y peso a las estandarizaciones que pone a punto.

#### **2.4.2.2. Los códigos “ISDA” en origen**

El primer código “ISDA” fue publicado en el 1985; e incluye un cierto número de disposiciones relativas a algunos puntos esenciales al momento de la conclusión de los Swaps sobre los cuales los miembros de la asociación han alcanzado unas soluciones comunes. Es necesario entender que el código “ISDA” no es un contrato; no tiene valor de ley o de reglamento. Pero no se limita tampoco a ser una simple guía de “Swap en diez clases” para debutantes. Es un conjunto de definiciones cuyo fin es el de facilitar el trabajo de los operadores y de sus juristas dándoles un sistema de referencia y de diccionario común, dejando una cierta elasticidad al permitir la conservación y particularidad de cada transacción. La voluntad de preservar una cierta elasticidad en un momento en el cual los Swaps están en plena expansión y obtener unas formas siempre nuevas, se ha traducido en la voluntad de no imponer unas prácticas comunes a los operadores.

Los códigos “ISDA” funcionan sobre tres grandes principios; propone solamente unas definiciones de diccionario; ciertas partes se presentan bajo la forma de

---

<sup>233</sup> Jasper, T.W.: "The International Swap Dealer Association (ISDA): Origins, Structure and Goals", Inside the Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pg 78

un índice de cláusulas, entre las cuales las partes eligen las que les parecen más adaptadas a sus necesidades; otras partes del Código crean unas presunciones en caso de silencio entre las partes.<sup>234</sup>

Las partes pueden adoptar la integridad del Código como una base de referencia de su contrato. Pueden hacer referencia a ciertas partes del Código solamente y no utilizar las otras. Las disposiciones expresas entre las partes tienen una fuerza siempre superior a las del código “ISDA” que no tiene ni fuerza imperativa ni supletoria cuando no se hace referencia a éste.

El Código “ISDA” de 1985 cubre únicamente los Swaps de interés emitidos en USD. Se enfoca en dos puntos: contiene unas definiciones terminológicas, de las hipótesis y de las cláusulas relativas al cálculo de los importes fijos y variables que se deberán pagar entre las partes<sup>235</sup>, y de las disposiciones pertenecientes al cálculo de la indemnización de rescisión.<sup>236</sup>

Los dos principales menús del código “ISDA” de 1985, contienen 7 diferentes bases de cálculo de los tipos variables<sup>237</sup> y 3 bases de cálculo de la indemnización de rescisión.

Los menús de los índices de referencia de los tipos variables comprenden el LIBOR más 6 índices internos de los Estados Unidos, cada uno de ellos puede ser calculado de dos diferentes maneras. El primer método utiliza unas fuentes públicas<sup>238</sup>; estos es, normalmente, el preferido por los operadores por la facilidad de obtener la información y de su fiabilidad. Un método alternativo consiste en seleccionar unos bancos cuyo tipo de referencia viene tomado en consideración para hacer una media. El código “ISDA” reenvía automáticamente a este método cuando los tipos publicados son indisponibles.

El menú de las cláusulas de cálculo de la indemnización de rescisión prevé tres posibilidades<sup>239</sup>: “Agreement Value”, “Formula”, “Indemnification”. Todos estos métodos cuyo objetivo es el cálculo de la indemnización correspondiente al período que

---

<sup>234</sup> Guide to the Code of Swaps, “ISDA”, 1985, pg 1, Nicolaides C: "Overview of the 1986 “ISDA” Rate Swap Code" Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, September 1986, pg 47

<sup>235</sup> Disposizioni relative al calcolo delle obbligazioni di pagamento: Fixed Rate Payor and Floating Rate Payor, Sections 2.1, 2.2; Effective Date, Section 3.2, Notional amount, Section 4.5, Payment dates, Section 4.5, Fixed amounts, Section 5.1, 5.2, Floating Rate Option, Section 7.1

<sup>236</sup> Code “ISDA” 1985, article 12

<sup>237</sup> Los siete índices de tipo variable son: LIBOR (London Interbank Offered Rate), Prime, Treasury Bill, CD, Commercial Paper, Federal funds, Banker Acceptance.

<sup>238</sup> Por ejemplo la Federal Reserve Statistical Release H.15 y los esquemas de la Reuters LIBO page.

<sup>239</sup> Guide to the Code of Swaps, “ISDA”, 1985, pg 5

queda al vencimiento del Swap. El “Agreement Value” significa que el valor del Swap del día de la rescisión esta determinado en función del coste de la obtención de un nuevo Swap que tiene las mismas características que el Swap acabado. El método de la “Fórmula” se basa en el coste para obtener una serie de inversiones y de préstamos hipotéticos que tienen unos efectos equivalentes al Swap acabado. La “Indemnización” es la referencia del derecho común de la indemnización y no prevé ningún procedimiento particular de cálculo. La mayor parte de los operadores prefiere el método del “Agreement Value” en cuanto es el más fácil de poner en obra, y corresponde a lo que el operador podría intentar hacer. Este método encuentra su valor y su interés gracias al desarrollo de un mercado secundario de los Swaps.

Junto a estos menús, se encuentran las listas de definiciones, que están consideradas como presupuestas en caso de silencio de las partes, o si su contrato no hace referencia al Código “ISDA”. Mencionaremos algunas como ejemplo:

- Los períodos de cálculo de los importes fijos y variables se cuentan a partir de la fecha del pago hasta la fecha del pago siguiente
- Los importes variables se calculan sobre una base exacta/360 (a excepción de los Treasury Bill que se calculan sobre una base exacta/exacta)<sup>240</sup>
- Los importes fijados se calculan sobre una base exacta/exacta
- Si las fechas de pago coinciden, solo el diferencial entre los dos importes será ingresado
- Los porcentajes utilizados para los cálculos se redondean a los 1/1000000ésimos de 1% y los cálculos en dólares al céntimo más cercano
- Si la fecha del pago es un día festivo entonces el pago se pospone al primer día laborable.

Estas definiciones han sido elaboradas por el “ISDA” apoyándose sobre las prácticas más corrientes de las operaciones del mercado; las partes quedan libres de elegir a otras si lo desean.<sup>241</sup>

Numerosos puntos no están tratados en el código “ISDA” de 1985; ninguna disposición es relativa a las declaraciones, los casos de defecto u otros casos de

---

<sup>240</sup> Recordamos que la formula financiera clásica para obtener por ejemplo los importes fijados a pagar es:  $\text{Importe fijo} = \text{importe notional} * \text{tipo fijo} * \text{Fracción de calculo}$ . La fracción de cálculo comprende al numerador el Período de aplicación y a su denominador el número de los días del año que sirve como definición al tipo fijo: el numero de días considerados al numerador se puede hacer sea teniendo en cuenta el número exacto de días (365 o 366 días según si el año sea bisiesto o no), sea utilizando uno números *forfetarios*: 30 días para un mês; 360 días para un año; eso explica las definiciones de exacto/360 – utilizada para casi todas las monedas, y exacto/exacto – utilizado para los GBP.

<sup>241</sup> Ross, D., Rogers, N., ob.cit., pg 84

rescisión, las notificaciones a rescindir entre las partes en el cuadro de la ejecución del contrato, las garantías, los Swaps de divisas (estos puntos se desarrollarán en las versiones sucesivas).

Para completar las lagunas y precisar ciertas partes del Código “ISDA” de 1985, el “ISDA” ha seguido su trabajo de formalización y publicado en el agosto de 1986 un Código más completo. El desarrollo incesante del mercado de los Swaps y la relativa estabilización de formas y de prácticas empleadas, prueba de una cierta madurez del producto, ha permitido al “ISDA” intentar incluir en su Código los sectores hasta a aquel momento ocultos y que hemos solamente mencionado, y otros como las disposiciones fiscales.

El Código “ISDA” crea unas presunciones relativas a la definición de ciertos términos, que las partes están libres de no seguir, ofrece unos menús de elección sobre otros sujetos.

Un paso importante ha sido realizado entre el Código “ISDA” de 1985 y los sucesivos; el primero era un simple intento de estandarizar un texto, y los sucesivos son verdaderos y propios documentos de referencia exhaustiva para los Swaps de tipos de interés que no deberían más variar en el futuro próximo. Obteniendo las características de la estabilidad y de la satisfacción.<sup>242</sup>

El Código “ISDA” progresa: modifica y mejora ciertas disposiciones de 1985, y crea nuevas disposiciones de sectores ignorados en aquel entonces. Además los códigos sucesivos mejoran al primero en dos puntos importantes, el cálculo de los importes a pagar y el cálculo de la indemnización por rescisión.<sup>243</sup>

La primera modificación realizada por el Código “ISDA” de 1986 es la distinción entre los “Rate Swap Agreement” y los “Rate Swap Transactions”<sup>244</sup>. Un “Rate Swap Agreement” es un contrato que contiene más “Rate Swap Transactions”. Esta nueva visión considera algo que ha vuelto a ser una práctica muy común, la de la redacción de los “Master Agreements” preventivos.

El reconocimiento de los “Master Agreements” se basa sobre otras numerosas cláusulas. Así, por ejemplo, una disposición de la parte del Código relativa a los pagos establece que, si las fechas de los pagos de uno o de más Swaps relativos al mismo

---

<sup>242</sup> Preface to the Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps, 1986 Edition, “ISDA”

<sup>243</sup> El Código “ISDA” 1986 y los sucesivos continúan lo del 1985 y recoge las mismas numeraciones de los artículos; entonces todas las referencias hechas luego son válidas también para el código del 1986 y sucesivos.

<sup>244</sup> Código “ISDA”, Secciones 1.1,1.2



“Agreement”, coinciden, se pagará solo el diferencial.<sup>245</sup> Del mismo modo, en caso de rescisión del contrato el Código prevé una cláusula de agrupamiento al término de la cual los importes de la indemnización de rescisión están calculados por cada contrato y además son objeto de una compensación global que lleva al ingreso de un solo diferencial correspondiente a la indemnización de todo el “Agreement”.<sup>246</sup>

Hay que recordar otras modificaciones respecto a la primera versión de 1985, la Fórmula era considerada como la técnica sustitutiva automática del Agreement Value; en las últimas versiones el automatismo está suprimido y las partes deben especificar qué método alternativo debe ser utilizado<sup>247</sup>. Ese cambio refleja la preferencia de los operadores para la identificación respecto a la fórmula.

El Código “ISDA” 1986 y los sucesivos añaden a estos cambios numerosas innovaciones. Una de las más evidentes es la creación de un menú de casos de impago y otras causas de rescisión<sup>248</sup>. Como por todos los menús de los Códigos “ISDA”, las preposiciones hechas no necesitan estar incluidas en el contrato, y no están retomadas en su integridad; las partes pueden elegir sólo algunas y añadir otras, si lo desean. Determinados casos de defecto aún no están previstos en el Código, como por ejemplo: el “cross-default”<sup>249</sup>, la insolvencia, la fusión o la cesión de los activos sin autorización.

Unas disposiciones indican que el vencimiento debe ser respetado antes del derecho efectivo de rescisión.<sup>250</sup>

Nuevos sujetos están incluidos en el código de 1986 que permiten cubrir el conjunto de las disposiciones necesarias a la conclusión de un “Master Agreement” o de un contrato de Swap. Un artículo del código tiene como objeto las declaraciones<sup>251</sup>, que son las más simples y clásicas que se pueden encontrar: ausencia de casos de defecto al momento de la conclusión del contrato, constitución válida de la sociedad y el poder rescindir de la transacción, satisfacer las obligaciones legales de autorización u

---

<sup>245</sup> Código “ISDA”, Secciones 9.3

<sup>246</sup> Código “ISDA”, Secciones 12.3, 12.4 ( c ), 12.5 ( a ) ( i )

<sup>247</sup> Código “ISDA”, Secciones 11.1: de hecho el código hace la distinción entre los dos tipos de cláusulas entre las cuales las partes pueden elegir; si eligen la “Limited Early Termination”, entonces solo el contrato puede ser anulado.

<sup>248</sup> Nicolaides, C.: "Overview of the 1986 “ISDA” Rate Swap Code", Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, September 1986, pg 47

<sup>249</sup> "cross-default": Se trata de un caso de “default” cuyo objetivo es de adelantar las dificultades financieras de la contraparte de manera que el Swap sea resciso antes de un eventual procedimiento judicial, un cierto número de criterios financieros están previstos (ratios...) que, si no están satisfechos pueden dar lugar a una rescisión.

<sup>250</sup> Código “ISDA” 1986, Secciones 11.10

<sup>251</sup> Código “ISDA” 1986, artículo 15

otras...si añaden las diferentes notificaciones<sup>252</sup> en caso de rescisión, para la realización de pagos, entrega de documentos financieros y contables. Por fin, se pueden mencionar las cláusulas fiscales y en particular las cláusulas de “cross-up” que prevén la carga del suplemento a pagar sólo por la parte cuyo pago se encuentra con una retención a la fuente.<sup>253</sup>

El código “ISDA” 1986 y los sucesivos representan entonces unos pasos importantes por lo relativo a la estandarización del mercado; por claridad, las partes de un contrato de tipos de interés están seguras de hablar el mismo “idioma”. Todavía los otros tipos de Swaps y en particular los Swaps de divisas no están tratados de la misma manera; esta última acotación debe ser relatada por el hecho de que la mayoría de las definiciones utilizadas por los Swaps de tipos de interés son válidas para los Swaps de divisas, y que ciertas cláusulas del Código encuentran su aplicación principalmente en los Swaps de divisas (cláusula de Gross-up por ejemplo). El acercamiento a la estandarización mediante este sistema de Códigos, ha sido criticado<sup>254</sup> en cuanto deja una elasticidad demasiado grande a los operadores. Eso provoca una utilización muy diferente de los Swaps, y la utilización del mismo lenguaje por todos, les harían seguir de forma diferente, algo que no solucionaría los riesgos de malentendidos y la “modelación” de los riesgos de crédito.

Estas observaciones están totalmente justificadas y explican las etapas sucesivas de la estandarización, pero no deben hacer olvidar que el “ISDA” uno de los pioneros de la estandarización; y que la elasticidad era ciertamente la mejor manera de probar la validez del trabajo realizado.<sup>255</sup>

#### **2.4.2.3. Los contratos marco “ISDA”**

Los siguientes trabajos del “ISDA” conducen a la elaboración de algo que parece el mejor medio de la estandarización, los contratos marco. Al mismo tiempo, las reflexiones de la Asociación se dirigían a la cobertura de los Swaps de divisas, que aún estaban ignorados por los primeros códigos “ISDA”.

---

<sup>252</sup> Código “ISDA” 1986, artículo 16

<sup>253</sup> Código “ISDA” 1986, artículo 19.4

<sup>254</sup> Lezardiere, A. de: “Beyond the ISDA: Structural Problems and Developments”, Inside the Swap Market, “International Financing Review”, Londres, 1985, pg 85

<sup>255</sup> Le “Commercial Banks” consideran que los Swaps son el prolongamiento de sus actividades de crédito y prueban a evitar la constitución de un mercado de Swaps liquido que transformarían la filosofía del producto a beneficio de los “traders” de las “investment banks”.

Estos objetivos se alcanzaron en el 1987 con la publicación de los contratos marco que podían ser utilizados para la conclusión de Swaps sobre tipos de interés, Swaps de divisas y Swaps compuestos por tipos de interés y divisas. El “ISDA” ha propuesto dos contratos titulados "Interest Rate Swap Agreement" e "Interest Rate and Currency Agreement". Estos contratos marco son verdaderos contratos completos, que reflejan las prácticas más comunes utilizadas por los operadores.

Los contratos marco son un paso suplementario importante en el proceso de estandarización; Evitan las discusiones, de otro modo inevitables, para elegir las cláusulas en el conjunto de los menús o proponer unas modificaciones de las estipulaciones del “ISDA”; una vez elegidos los términos, hacía falta retomar la integridad del contrato para verificar que era satisfactoria. Todo este trabajo ha sido suprimido por los contratos marco.

Los contratos del “ISDA” son unos “Master Agreement” que gobiernan más transacciones<sup>256</sup>. Las características particulares de cada transacción están clasificadas en una “Confirmation” que sustituye un complemento del contrato. Así el texto base de los contratos marco y el conjunto de las confirmaciones que consiguen constituir un contrato único: los dos contratos marco tienen las siguientes características:

- El “Interest Rate Swap Agreement” es un contrato reservado a los Swaps de tipos de interés emitidos en dólares USA. Está compuesto por cláusulas y definiciones elaboradas por el Código “ISDA” y esta previsto para funcionar en referencia a ese código. Está sujeto a la ley del estado de Nueva York.
- El “Interest Rate and Currency Exchange Agreement” es un contrato utilizable para los Swaps combinados de divisas y de tipos de interés, o para los Swaps de divisas simples. No hace referencia al Código “ISDA” 1986, pero incluye unas cláusulas y definiciones prácticamente idénticas. Puede estar sujeto a la ley del estado de Nueva York o a la ley inglesa, según la elección de las partes.

No hay una diferencia sensible entre los dos contratos marco, si no fuera por alguna variación menor necesaria para los aspectos internacionales de los Swap que tienen por objeto más monedas y en las cláusulas de elección de la ley aplicable y de atribución de jurisdicción. Además, el contrato marco para los Swaps de divisas no contiene las definiciones previstas por los artículos 2 hasta 8 del Código “ISDA” 1986 que prevé las modalidades de cálculo de tipos fijos y de los tipos variables. Un léxico

---

<sup>256</sup> A user's Guide to the “ISDA” Standard Forms, “ISDA”, mars 1987, pg 2

confrontable a estos artículos del Código debería ser publicado por el “ISDA” para ser utilizado en las confirmaciones de Swaps de divisas<sup>257</sup>. En el intermedio precedente a la publicación de este léxico, el “ISDA” aconseja a las partes de incorporar los artículos 2 hasta 8 modificando, si fuera necesario para los Swaps no emitidos en dólares, prueba de la semejanza de las transacciones<sup>258</sup>. La elección del contrato marco a utilizar depende de la naturaleza de la transacción que interesa.

Los contratos marco se presentan como unos contratos completos y estructurados. Cada uno contiene las cláusulas relativas a los pagos, las declaraciones, los casos de incumplimiento, las modalidades de rescisión, así como todas las otras cláusulas necesarias en el contrato de Swap. Los operadores deben simplemente completar los espacios en blanco y precisar unos ciertos términos del “Schedule” anexo al texto básico. El “Schedule” es una hoja complementaria donde las partes deciden qué cláusulas elegir dentro de las propuestas por el contrato marco en los raros casos cuya elección sea posible; indican además qué cláusulas no serán aplicadas o serán modificadas y de qué manera.

Es muy importante que las partes utilicen los contratos marco, tal y como están distribuidos por el “ISDA”<sup>259</sup>. Los operadores no deben volver a escribirlos en sus “back office”.<sup>260</sup> La utilización de las versiones originales garantiza la ausencia de modificaciones y el hecho de que los términos empleados son un estándar del “ISDA” en su integridad. Esto permite evitar a las partes retomar y verificar la documentación preparada por la otra parte. Estas ventajas se pierden si los contratos están transcritos. Es preferible utilizar los mismos contratos marco si las partes quieren aportar modificaciones importantes, así no deberán volver a otras cláusulas y podrán concentrarse en los cambios a aportar.

El Schedule está destinado a ser completado o reproducido según las preferencias de las partes.

Los contratos marco, comportan además, anexos que dan un cuadro estándar a las cartas o a los “Swift” de confirmación, a utilizar para la conclusión de cada transacción. Cuando las partes han adoptado uno de los “Master Agreements”, pueden utilizar como tal estos ejemplos de confirmación para completarlos.

---

<sup>257</sup> Il “Lexicon” preparado por el “ISDA”.

<sup>258</sup> A User's Guide to the “ISDA” Standard Forms, pg 3

<sup>259</sup> A User's Guide to the “ISDA” Standard Forms, pg 4

<sup>260</sup> Secretaria de las salas mercado.

Los dos contratos marco están muy cerca en la redacción y en las cláusulas propuestas. Solamente ciertas disposiciones fiscales están reforzadas en el contrato de Swaps de divisas donde la retención a la fuente tiene una importancia que no tenía en los Swaps de tipos de interés emitidos en dólares.<sup>261</sup>

Prácticamente las partes deben identificarse sobre la primera página del texto del contrato así como en la cabecera del modelo; el contrato marco debe ser igualmente datado en la primera página; las firmas del contrato deben indicar sus nombres y funciones en la página de la firma del texto de base. El texto de base del acuerdo debe ser firmado; pero no es necesario que el modelo sea firmado.<sup>262</sup>

Para resumir las diferentes informaciones necesarias: todos los datos económicos y financieros deben ser clasificados en las confirmaciones necesarias a cada transacción; los datos jurídicos deben ser estipulados en el modelo.

La estandarización obtenida mediante la redacción de los contratos marco es una práctica clásica aparecida en el derecho del consumo y en el Derecho Civil. Es por eso que es interesante mirar la naturaleza<sup>263</sup> jurídica de los contratos propuestos por el “ISDA”.

Los autores definen el contrato marco como un “modelo que hace fe”. Concretamente se trata de impresos donde los interesados deben simplemente rellenar las partes en blanco destinadas a identificar el acuerdo. Se parecen mucho a los modelos que son tradicionalmente utilizados en profesiones como notarios o en otros actos públicos.<sup>264</sup>

El problema reconectado con la doctrina del derecho de los contratos estándar ha sido constantemente puesto por la doctrina. Los contratos marco tienden a añadirse a las disposiciones del Código Civil o de las leyes comerciales, a los cuales es tradición hacer referencia.<sup>265</sup> La confianza de las partes al momento de la conclusión del contrato no se dirige más a los códigos, sino al modelo que fija las condiciones del contrato<sup>266</sup>. Los

---

<sup>261</sup> “Interest Rate Swap” Agreement, “ISDA”, 1987, section 12, Interest Rate and Currency Agreement, “ISDA” 1987, section 2 ( d )

<sup>262</sup> A User's Guide to the “ISDA” Standard Forms, pg 5

<sup>263</sup> Ghestin, J.: ob.cit., el autor recoge la definición dada por la palabra “tipo”: “Impreso que sirve para hacer otros modelos”, “objeto que hace fe como modelo...imagen que hace fe, y que sirve como regla para otras imágenes parecidas”.

<sup>264</sup> Ghestin, J., ob.cit., pg 278 y ss

<sup>265</sup> Seube, A.: “Les conditions générales des contrats”, Mélanges Jauffret, París, pg 632, Trudel G: “Des frontières de la liberté contractuelle”, Mélanges L.Baudouin, pg 172

<sup>266</sup> Popovici, A.: “Les contrats d'adhésion”, Etudes de Droit contemporain, Trav.et Rech. Inst. Dr. Comp. De París, T XXXIII, París, 1970

redactores del contrato marco ejercen así un poder reglamentario de hecho<sup>267</sup>; sustituyen a las disposiciones legales supletorias un derecho contractual nuevo.<sup>268</sup> El criterio del contrato marco ha sido objeto de alguna oposición doctrinal. Algunos piensan calificar los contratos marco “por un órgano”<sup>269</sup>, otros consideran que los contratos marco están redactados por terceros,<sup>270</sup> otros han excluido la calidad del redactor de los criterios constitutivos de los contratos marco.<sup>271</sup>

Es evidente que los contratos “ISDA” son unos contratos marco. Los redactores no son unos terceros si no son las partes y en cuantos operadores de mercado y miembros de la asociación, que participan de manera colectiva en la elaboración de las reglas comunes y de contratos que conocen la “sustancia”. Notamos que el carácter profesional de las partes y el procedimiento de elaboración de los contratos prohíben la aplicación de las reglas de protección de los consumidores mirando a la protección del consentimiento y a la lucha contra las cláusulas abusivas. Podemos sin alguna duda acercar los contratos “ISDA” a los contratos marco elaborados durante las negociaciones colectivas del trabajo, conformemente a las disposiciones de las convenciones colectivas; la única diferencia es que los contratos “ISDA” no reciben por ley la autoridad particular de las convenciones colectivas.<sup>272</sup>

Hay que observar que esta estandarización mediante el intermediario de los contratos marco se integra en un movimiento muy general de renacimiento de los formalismos contractuales.<sup>273 274</sup> La libertad y la pesadez de las negociaciones frenan las relaciones comerciales; en vista de un ejemplo en sus actividades bancarias que ha conducido a una estandarización de los cheques y de los medios de comercio. “De manera genérica, la amplitud de los mercados y la rapidez de los intercambios han provocado una neta tendencia al formalismo...La necesidad de sencillez, de rapidez y de economía es a menudo buscado hoy a través del utilización de los contratos pre impresos, los cuales se basan simplemente en la firma tan sólo después de haber

---

<sup>267</sup> Rieg, A.: "Contrat type et contrat d'adhésion", Trav. et Rech. Inst. Dr. Comp. De París, Etudes de Droit contemporain, T XXXIII, 1970

<sup>268</sup> Ghestin, J. : ob.cit., pg 278 y ss

<sup>269</sup> Leaute, J.: "Les contrats types", R.T.D.Civ., París 1953, pg 429; Carbonnier, J.: *Droit Civil*, Les Biens, PUF, n°10, París, 1990, pg 37 y ss

<sup>270</sup> Weill, A. y Terre, F.: *Droit Civil, Les Obligations*, Dalloz, París, 1986, pgs 212 y ss

<sup>271</sup> Ghestin, J., ob.cit., pg 278 y ss

<sup>272</sup> Ley de 23 de marzo del 1919; ver los procedimientos de negociación colectivas de los contratos marco en Francia: Leute, ob.cit., Reig, B. ob.cit.

<sup>273</sup> Flour, J.: "Quelques remarques sur l'évolution du formalisme", Mélange Ripert, T.I.,París, 1980, pg 95

<sup>274</sup> Weill, A. y Terre, F.: *Droit Civil, Les Obligations*, Dalloz, París, 1986, pgs 212 y ss

rellenado alguna casilla en blanco. Esta normalización formal de los contratos tiene como finalidad utilizar la informática”<sup>275</sup>. Y por eso, el desarrollo de los contratos marco ha sido presentado, aunque su origen esencialmente privado, como otro aspecto del formalismo.<sup>276</sup> Es incontestable que el formalismo es hoy un medio suplementario del consenso.

Las versiones más recientes de “ISDA” han sido la de 2002 y la de 2006, la primera es todavía la más utilizada por las instituciones financieras internacionales.

Los trabajos del “ISDA” presentan el doble interés por haber sido precursores, progresivos y satisfactorios; constituyen entonces el campo de análisis particularmente interesante donde el desarrollo y las reflexiones de los autores son muy visibles. Este cuadro que hemos definido, lo encontraremos bajo las formas simplificadas y con alguna variante en los otros tentativos de codificación.

### **2.4.3. Las tentativas de estandarización**

Analizaremos los trabajos realizados en otros países europeos: Inglaterra (2.4.3.1) y Francia (2.4.3.2).

#### **2.4.3.1. Los “BBAIRS” Terms**

En octubre de 1984, bajo la presión del “Bank of England”, la “British Bankers Association” se puso a trabajar con el objetivo de dar unas líneas de conducta utilizables por los operadores del mercado de los Swaps. El resultado fue publicado en agosto de 1985 con el título: “Interest Rate Swaps, BBAIRS Terms”<sup>277</sup> (“British Bankers Association Interest Rate Swaps Terms”).

El campo de aplicación de los “BBAIRS” es muy limitado, estas son las reglas básicas que han fijado sus redactores:

- Se aplican solamente a los Swaps realizados en el mercado interbancario de Londres, no son relativos los acuerdos concluidos entre los bancos y sus clientes o entre las empresas bancarias

---

<sup>275</sup> Ghestin, J. : ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>276</sup> Frajat, G.: *Théorie des Obligations*, Presse universitaire de France, París, 1989, pg 170

<sup>277</sup> Stoakes, C.: “The London interbank Swaps Code”, *International Financial Law Review*, octubre 1985, pg 6

- Hacen referencia solamente a los Swaps de una madurez inferior o igual a dos años; los Swaps a medio y largo plazo están entonces excluidos
- Se aplican solamente a algunas formas de Swaps

De hecho, el “Working Party” ha juzgado que era irreal establecer un conjunto de recomendaciones que pudieran cubrir todas las formas de Swaps, en todas las circunstancias, mientras solo algunas formas se han realmente desarrollado en el mercado interbancario de Londres con una amplitud suficiente para justificar una estandarización.<sup>278</sup> Los “BBAIRS” comportan tres elementos de recomendaciones distintas que retoman las definiciones y las cláusulas necesarias para las tres categorías de Swaps cubiertas. Aunque este acercamiento lleva unas contestaciones, ha parecido más práctica y más fácil de utilizar, a los ojos de sus redactores. Tres tipos de Swaps se han considerado:

- Los “Single Currency Fixed/Floating Swaps” , Swaps de tipos de interés, simple comportantes un tipo fijo y uno variable
- Los “Cross Currency Swaps” que se dividen en dos subcategorías: los Swaps emitidos en dos divisas diferentes, pero cuyos tipos de referencias son ambos fijos; los Swaps donde una de las partes realiza unos pagos con una divisa dada con un tipo de referencia fijo y la otra parte efectúa unos pagos en dólares USA con un tipo variable
- Los “Cross Currency Floating Rate Swaps” emitidos en divisas extranjeras diferentes y cuyos tipos de referencia son unos tipos variables.<sup>279</sup>

Por lo que un límite pertenece a las divisas, cuya lista figura en anexo a los “BBAIRS”. Solamente los Swaps emitidos en estas divisas autorizadas, están sujetos a los “BBAIRS”.<sup>280</sup>

El campo de aplicación de los “BBAIRS” se limita entonces a los Swaps interbancarios del mercado de Londres, de al menos dos años, y que pertenecen a una de las categorías de Swaps y emitidos en una de las divisas previstas por el código.

Para los Swaps así definidos, las disposiciones de los “BBAIRS” han vuelto a ser, a partir del 2 de septiembre de 1985, la práctica normal del mercado. Los bancos están libres de obligarse en diferentes condiciones de las estipuladas en los “BBAIRS”,

<sup>278</sup> Introduction to the “BBAIRS”, BBA, 1985, pg 2

<sup>279</sup> Estas definiciones de tipo de Swaps son imperativas y excluyen del campo de aplicación automático de los “BBAIRS” las formas no mencionadas: así los Swaps de tipos variable/variable se escapan a los “BBAIRS”, del mismo modo que los Swaps combinados de divisas tipo fijo/tipo variable cuyas divisas a tipo variable no es el dólar USA.

<sup>280</sup> Se trata: de dólares USA, de GBP, de CHF, de JPY, de DEM (deutsch mark de la época, ahora EURO)



pero deben, en tal caso, indicar de manera expresa que no siguen los “BBAIRS” Terms e indicar los elementos de los que difieren. Los “BBAIRS” consagran el uso en el mercado de Swaps que tiene valor supletorio en caso de silencio de las partes. Si el banco no precisa derogar las reglas de los “BBAIRS”, de esta manera será presumida y suscrita. Esta fuerza supletoria de los “BBAIRS” es una innovación interesante y muy potente en la vía de estandarización; supera los trabajos del “ISDA” en este sentido. La contraparte es la limitación del campo de aplicación.

Los bancos pueden, no obstante, adoptar los “BBAIRS” para unos Swaps de más de dos años, o entre ellos y sus clientes, en la medida donde ambas partes están de acuerdo.

Los “BBAIRS” Terms se presentan como un Código que contiene unas cláusulas de un contrato de Swap completo. No hay elección de cláusulas; los “BBAIRS” proponen una solución única. Dan unos ejemplos de confirmación de intercambiar entre las partes para concluir cada transacción.

Los “BBAIRS” representan algo más que los contratos marco de los “Master Agreements”. No se necesita más que por los bancos firmar preventivamente un contrato indicando las condiciones a las cuales desean sujetar las partes. Según los “BBAIRS” los bancos están automáticamente sujetos a las disposiciones del código.

No estudiaremos las disposiciones del código que se parecen esencialmente a las del “ISDA”, pero insistiremos en dos puntos.

Los “BBAIRS” dan una definición particular de los métodos de determinación de los índices de referencia necesarios a la fijación de los importes variables a pagar por las otras partes a un Swap. Los índices de referencia son los tipos de depósito en el mercado interbancario de Londres. Los “BBAIRS” estipulan que los tipos serán el objeto del fixing cotidiano a las 11:00 AM sobre la base de las cotizaciones dada por 8 bancos elegidas en un conjunto de 12 bancos por la British Bankers Association como bancos de referencia. Uno de los vendedores de informaciones financieras nominadas por la BBA esta encargado de calcular el tipo a retener y de publicarlo en los esquemas de los operadores.

El método de cálculo del curso cotidiano es el siguiente: solamente cuatro cotizaciones, las más centrales, están consideradas y son objetos de una media,

redondeada (sí hace falta) al quinto decimal<sup>281</sup>. Al fin de evitar la confusión entre el tipo y el LIBOR, se le ha dado el nombre de “BBA Interest Settlement Rate”.

Según los “BBAIRS”, un contrato está formado en el momento del intercambio de los consentimientos sobre los términos del acuerdo. Este acuerdo puede producirse por teléfono, “Swift”, u otro medio. Los “BBAIRS” exigen el intercambio de *setter* o “Swift” de confirmación y es importante medir su función. Son medios de prueba supletoria de la existencia de un contrato ya formado; no constituyen el contrato mismo.

La importante innovación de los “BBAIRS” es la fuerza supletoria que les ha sido conferida. Realizan una homogeneización del vocabulario, matizan una armonización de las prácticas. El único defecto es que su campo de aplicación es muy limitado.

#### **2.4.3.2. Los modelos AFB**

En Francia se sucedieron dos tentativas de estandarización de los contratos Swap: Una primera por la “Association des Trésoriers de Banque”, que en 1985 el grupo de trabajo formado por 24 instituciones bancarias establecidas en París, dio a la luz a un contrato marco de Swap de intereses. Este trabajo resultó superficial y el esfuerzo de escasa utilidad práctica.

La segunda tentativa fue llevada a cabo por parte de la AFB, que publicó sus conclusiones en 1987, las cuales fueron traducidas en inglés en 1988. El AFB es un contrato marco que es aplicable a todo tipo de Swap, que a diferencia del BBAIRS, es necesario que al celebrarse una operación se exprese que el contrato está regulado por ella. El AFB tiene tres objetivos principales:

- Facilitar la realización de las transacciones entre las partes que han decidido hacer al contrato tipo.
- Tener en cuenta que para cada tipo de operación hay un riesgo que depende del nombre de la contraparte y de contribuir así al desarrollo de los productos utilizados por los profesionales para gestionar de forma más eficiente las operaciones en los mercados financieros.

---

<sup>281</sup> Introduction to the “BBAIRS” Terms, BBA, pg 3

- Se busca agilizar el proceso de formalización del contrato, que se entiende celebrado cuando las partes se intercambian un mensaje, por telex, declarando celebrado entre ellas un contrato Swap.

El AFB se puede considerar un contrato tipo, en la práctica las partes firmarán el contrato marco, en el que no se permite introducir modificaciones, al inicio de la relación contractual o simultáneamente a la realización de la primera de las prestaciones. Existirá entonces un único contrato entre las partes y se consideran las diferentes operaciones de Swap actos de cumplimiento documentados en los formularios anexos.<sup>282</sup>

#### 2.4.4. El CMOF

Toda operación de Swap depende de un contrato marco o contrato de compensación de operaciones financieras (CMOF) redactado y aprobado por la Asociación Española de Banca (AEB) y Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA).

En el modelo aprobado en mayo de 2009 se define su objeto del siguiente modo (estipulación segunda) “El objeto del presente Contrato Marco es el establecimiento de un acuerdo de compensación contractual y la regulación de la relación comercial única que surja entre las Partes, como consecuencia de la realización de las Operaciones. Por medio del presente Contrato Marco las Partes acuerdan crear una única obligación jurídica que abarque todas las Operaciones y, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado del Contrato Marco, las Partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas Operaciones, calculado conforme a lo establecido en el presente Contrato Marco”.

Tal y como se deduce de su articulado el CMOF es un contrato independiente que no se encuentra vinculado a ninguna otra operación o contrato bancario existente entre las partes, por lo que libremente han pactado su formalización y al amparo del mismo la posibilidad de realizar una serie de operaciones de naturaleza financiera enumeradas en el contrato marco mediante el correspondiente documento de confirmación y que con forman una única obligación jurídica. Las permutas financieras vinculadas a intereses no son sino una de las posibles manifestaciones u operaciones

---

<sup>282</sup> Rossell i Piedrafita, C.: *Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap*, Barcelona, 1999, pg 93

amparadas por el contrato marco, es decir, una más de las confirmaciones que las partes pueden ir suscribiendo.

Llegada la finalización del contrato marco, todas las obligaciones pendientes de ser cumplidas se liquidan mediante una compensación de los saldos positivos y negativos resultantes las operaciones financieras existentes entre las partes (netting).

La finalidad del contrato marco o CMOF es la reducción del riesgo de las entidades financieras consiguiendo la compensación de las liquidaciones positivas y negativas de todos los productos derivados suscritos con una misma persona física o jurídica y como tal están previstos en el art. 47 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de desarrollo de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, de modificación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.<sup>283</sup>

Los contratos marco son una modalidad de acuerdos de compensación contractual cuya regulación la encontramos en el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de Reformas Urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública –en adelante RDL- que transpuso a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2002/47/CE, de 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera. El RDL derogó la normativa anterior en la materia<sup>284</sup>

La importancia de establecer unas condiciones marco en la negociación de los Swaps proviene de la bilateralidad de los contratos OTC. El CMOF es un contrato que regula las condiciones que regirán un contrato de derivados financieros.

De cara a la contratación de estos productos y dado que cada operación tiene una serie de características particulares lo habitual es firmar un contrato marco, firmándose posteriormente un pliego de condiciones particulares para cada operación contratada. La importancia de establecer unas condiciones marco en la negociación de este tipo de productos proviene de la bilateralidad de los contratos OTC, es decir, que no se negocian en un mercado organizado con reglas específicas. Un contrato OTC es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Normalmente es entre un banco de inversión y el cliente

---

<sup>283</sup> Art. 47 del RD 216/2008 “En los términos y con los requisitos que determine el Banco de España, las entidades de crédito podrán utilizar como técnicas de reducción del riesgo de contraparte los acuerdos de compensación contractual siguientes: contratos bilaterales de novación entre una entidad de crédito y su contraparte, otros acuerdos bilaterales de compensación entre la entidad de crédito y su contraparte y acuerdos de compensación contractual entre productos”.

<sup>284</sup> Normativa anterior: DA 7ª Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV, modificada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

directamente. La mayoría de veces a través del teléfono u ordenador. Los derivados OTC negociados entre instituciones financieras suelen tomar como marco las cláusulas del International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Entre instituciones españolas y empresas o entre instituciones españolas y particulares suele firmarse el contrato CMOF.

Los derivados OTC están documentados en acuerdos marcos. Un acuerdo marco es un acuerdo entre dos partes que indica las normas estándar que se aplican en todas las transacciones entre esas dos partes. Con cada nueva transacción, las normas del acuerdo marco no necesitan ser renegociadas y se aplican automáticamente.

Existe una versión creada por ISDA de uso común por las instituciones financieras. La organización ISDA ha establecido un contrato marco para operaciones en derivados entre las instituciones financieras. En el contrato marco se establecen las definiciones y condiciones generales que regularan cualquier derivado contratado entre dos instituciones financieras. La inclusión de un derivado contratado OTC entre dos instituciones financieras bajo el amparo de un contrato marco es voluntaria, pero suele hacerse ya que evita tener que redactar y negociar todas las condiciones y definiciones cada vez que se pacta una operación. Diferentes anexos al contrato marco regulan las características específicas de los distintos derivados existentes, por ejemplo Swaps, derivados de crédito, derivados sobre renta variable, etc.

ISDA (International Swaps and Derivatives Association) es una organización profesional que agrupa a los mayores actores del mercado de derivados. El objetivo principal de la organización es establecer un marco de referencia mediante contratos estándar. La importancia de la organización en la negociación de este tipo de productos proviene de la bilateralidad de los contratos OTC, es decir, que no se negocian en un mercado organizado con reglas específicas.

El CMOF es un contrato tipo que como tal ha de ajustarse por la fecha de su redacción al Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. El art. 14.2 de la citada norma dispone que los contratos-tipo deberán contener, además de las características esenciales de los mismos, ajustadas en todo caso a lo dispuesto por la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, los requisitos y condiciones para su modificación y resolución anticipada, el sometimiento de las partes a las normas de conducta y requisitos de información previstos en la legislación del Mercado de Valores, y, en general, los requisitos que, según las características de la operación de

que se trate, se establezcan por el Ministro de Economía y Hacienda. En primer lugar, y a tenor del art. 15.1, resulta obligatoria la entrega al cliente del documento contractual relativo a la operación de que se trate, debidamente suscrito por las partes: contrato-tipo, contrato marco, anexos y confirmaciones de la permuta deben ser firmado todos al fin de obtener el conjunto de definiciones para interpretar las confirmaciones de operaciones financieras, documentadas al amparo del contrato marco<sup>285</sup>.

El art. 15.2 del citado Real Decreto dispone que las entidades retendrán y conservarán copia firmada por el cliente de los documentos contractuales. También conservarán el recibí del cliente a la copia del documento que le haya sido entregada. Tampoco resulta acreditado que llevara a cabo la obligación de información previa al cliente. En este sentido, el art. 5.3 del Anexo (Código general de conducta de los mercados) dispone que la información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo, para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos. Por su parte, el art. 16 de la norma citada dispone que las entidades facilitarán a sus clientes en cada liquidación que practiquen por sus operaciones o servicios relacionados con los mercados de valores, un documento en que se expresen con claridad los tipos de interés y comisiones o gastos aplicados, con indicación concreta de su concepto, base de cálculo y período de devengo, los impuestos retenidos y en general, cuantos antecedentes sean precisos para que el cliente pueda comprobar la liquidación efectuada y calcular el coste o producto neto efectivo de la operación. A continuación, el número 2 de dicho precepto, añade que las entidades deberán informar

---

<sup>285</sup> Comentario a la sentencia n. 80/09 de la AP de Jaén, sección 3ª, de fecha 27 de marzo de 2009, sobre nulidad de contrato marco de operaciones financieras. La sección tercera de la AP de Jaén, en sentencia n. 80/09, de 27 de marzo de 2009 ha estimado el recurso de apelación interpuesto por un particular frente a la sentencia dictada por el JPI n. 1 de Alcalá La Real, de fecha 6 de junio de 2008, acordando la revocación de la referida sentencia y, en consecuencia, declarando nulo el contrato marco de operaciones financieras y confirmación de permuta financiera de tipos de interés suscrito entre las partes el 18 de mayo de 2004, condenando al Banco Santander Central Hispano al pago de 6.137,01 euros más las cantidades que se sigan cargando como consecuencia del contrato hasta ejecución de sentencia, más los intereses legales de dicha cantidad desde la fecha de su cargo en cuenta. La demanda insta la nulidad del contrato marco de operaciones financieras y confirmación de permuta financiera de tipos de interés, suscrito entre las partes el 18 de mayo de 2004 de 2004, solicitando la condena al pago de 6.137,01 euros y las cantidades que se devengasen hasta la ejecución de la sentencia; alternatively, planteaba la resolución contractual, con idéntica condena. En apelación, el recurrente alega error en la valoración de la prueba sobre el contenido del contrato, con infracción de la legislación del mercado de valores y de los consumidores.

a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones. En este sentido, dispondrán y difundirán los folletos de emisión, informarán sobre la ejecución total o parcial de órdenes, fechas de conversión, canjes, pagos de cupón y en general, de todo aquello que pueda ser de utilidad a los clientes en función de la relación contractual establecida y del tipo de servicio prestado. El Ministro de Economía y Hacienda determinará los supuestos, el contenido mínimo y periodicidad, en ningún caso superior al semestre, con que las entidades deberán remitir información a sus clientes en contratos de duración original superior al año o de duración indefinida. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los clientes. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, y el Banco de España, en el ámbito de sus respectivas competencias, podrán requerir de las entidades la modificación de los modelos usados en la información a los clientes cuando la misma no cumpla las condiciones de claridad exigibles. Además de lo anterior, las entidades estarán obligadas siempre que lo solicite el cliente a proporcionarle toda la información concerniente a las operaciones contratadas por ellos. La tendencia del legislador a aumentar la protección del cliente, en cuanto a la obligación de información de las entidades financieras, se manifiesta en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, dispone, en su art. 64 que las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En la descripción se deberá incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas. En la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información: a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión. b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse. c) La

posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero. d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos. El artículo decimonoveno del Real Decreto Ley 2/2003, de 25 de abril, relativo a instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés de los préstamos hipotecarios, dispone que las entidades de crédito informarán a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles. La contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original. Dichas entidades ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés. Las características de dicho instrumento de cobertura se harán constar en las ofertas vinculantes y en los demás documentos informativos previstos en las normas de ordenación y disciplina relativas a la transparencia de préstamos hipotecarios, dictadas al amparo de lo previsto en el artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Es importante también que la entidad financiera considere las normas MIFID, como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y sus dos normas de desarrollo, la Directiva 2006/76CE, y el Reglamento CE 1287/2006. Las disposiciones de aplicación del régimen que regula las condiciones de funcionamiento aplicables a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares, y la realización de actividades de inversión, deben reflejar el objetivo que subyace a ese régimen. Por consiguiente, han de concebirse de modo que garanticen un elevado nivel de protección de los inversores, aplicado de forma uniforme a través de normas y requisitos claros que rijan la relación entre una empresa de inversión y su cliente. La presente Directiva establece que las empresas de inversión que presten servicios de inversión, exceptuado el asesoramiento en materia de inversión, a nuevos clientes minoristas deben celebrar con el cliente un acuerdo básico y por escrito en el que se especifiquen los derechos y obligaciones esenciales de la empresa y del cliente. Sin embargo, no impone ninguna otra obligación en lo relativo a la forma, el contenido y la ejecución de los contratos de prestación de servicios de inversión o servicios auxiliares. Deben establecerse requisitos de



información apropiados y proporcionados que tengan en cuenta si el cliente es minorista o profesional. Uno de los objetivos de la Directiva 2004/39/CE es asegurar un equilibrio proporcionado entre la protección de los inversores y las obligaciones de revelación aplicables a las empresas de inversión. Con este fin, es preciso que se incluyan en esta Directiva requisitos de información específicos menos rigurosos en lo relativo a los clientes profesionales que a los clientes minoristas. Las empresas de inversión deben proporcionar a sus clientes o posibles clientes información adecuada sobre la naturaleza de los instrumentos financieros y de los riesgos asociados con la inversión en los mismos, de modo que los clientes puedan adoptar cada decisión de inversión sobre la base de una información adecuada. El nivel de detalle de dicha información puede variar en función de la condición del cliente, esto es, según se trate de un cliente minorista o un cliente profesional, así como de la naturaleza y el perfil de riesgo de los instrumentos financieros que se estén ofreciendo, pero esa información no debe ser nunca tan general que se omitan elementos esenciales. Es posible que para algunos instrumentos financieros solo la información que haga referencia al tipo de instrumento sea suficiente, mientras que para otros la información deba ser específica al producto. Las condiciones que debe cumplir la información facilitada por las empresas de inversión a sus clientes y posibles clientes a fin de que sea imparcial, clara y no engañosa deben aplicarse a las comunicaciones destinadas a los clientes minoristas de forma apropiada y proporcionada, teniendo en cuenta, por ejemplo, los medios de comunicación y la información que la comunicación pretende transmitir a los clientes o posibles clientes. En especial, no sería adecuado aplicar estas condiciones a las comunicaciones publicitarias que consten solo de uno o varios de los siguientes elementos: el nombre de la empresa, un logotipo u otra imagen asociada con la empresa, un punto de contacto, una referencia a los tipos de servicios de inversión prestados por la empresa, o a sus honorarios o comisiones. Cuando una empresa de inversión que preste servicios de gestión de cartera deba proporcionar a los clientes minoristas reales o potenciales información sobre los tipos de instrumentos financieros que pueden figurar en las carteras de los clientes y los tipos de operaciones que pueden llevarse a cabo con dichos instrumentos, esta información debe especificar por separado si la empresa de inversión ha de recibir un mandato para invertir en instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado, en derivados, o en instrumentos que no sean líquidos o que sean muy volátiles; o realizar ventas en corto, compras con fondos prestados, operaciones de financiación de valores o cualquier operación que

implique el pago de margen, el depósito de garantías reales o el riesgo de tipo de cambio. La información que una empresa de inversión está obligada a proporcionar a un cliente minorista en lo relativo a costes y gastos asociados incluye la información sobre los acuerdos de pago o ejecución del contrato de prestación de servicios de inversión y de cualquier otro contrato relacionado con un instrumento financiero que se ofrezca.

La propia redacción del contrato es muy importante y no tiene que vulnerar la Ley de Consumidores, ajustándose el producto contratado al perfil de la contraparte. A la fecha de formalización de los contratos estudiados resulta de aplicación la Ley de Defensa de los Consumidores y Usuarios (Ley 26/1984, de 19 de julio). En particular, su artículo 10 fija las condiciones que han de cumplir las cláusulas no negociadas individualmente: a) Concreción, claridad y sencillez en la redacción, con posibilidad de comprensión directa, sin reenvíos a textos o documentos que no se faciliten previa o simultáneamente a la conclusión del contrato, y a los que, en todo caso, deberán hacerse referencia expresa en el documento contractual. b) Entrega, salvo renuncia expresa del interesado, de recibo justificante, copia o documento acreditativo de la operación, o en su caso, de presupuesto debidamente explicado. c) Buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, lo que en todo caso excluye la utilización de cláusulas abusivas. Cuando se ejerciten acciones individuales, en caso de duda sobre el sentido de una cláusula prevalecerá la interpretación más favorable al consumidor. El mismo régimen se contiene en el vigente Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre (art. 80).

En conclusión, toda operación de Swap depende de un contrato marco. En el modelo más reciente, aprobado en mayo de 2009 se define su objeto del siguiente modo (estipulación segunda) “El objeto del presente Contrato Marco es el establecimiento de un acuerdo de compensación contractual y la regulación de la relación negocial única que surja entre las Partes, como consecuencia de la realización de las Operaciones. Por medio del presente Contrato Marco las Partes acuerdan crear una única obligación jurídica que abarque todas las Operaciones y, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado del Contrato Marco, las Partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas Operaciones, calculado conforme a lo establecido en el presente Contrato Marco”.

Tal y como se deduce de su articulado el CMOF es un contrato independiente que no se encuentra vinculado a ninguna otra operación o contrato bancario existente

entre las partes, por lo que libremente han pactado su formalización y al amparo del mismo la posibilidad de realizar una serie de operaciones de naturaleza financiera enumeradas en el contrato marco mediante el correspondiente documento de confirmación y que con forman una única obligación jurídica. Las permutas financieras vinculadas a intereses no son sino una de las posibles manifestaciones u operaciones amparadas por el contrato marco, es decir, una más de las confirmaciones que las partes pueden ir suscribiendo.

Llegada la finalización del contrato marco, todas las obligaciones pendientes de ser cumplidas se liquidan mediante una compensación de los saldos positivos y negativos resultantes las operaciones financieras existentes entre las partes (netting).

La finalidad del contrato marco o CMOF es la reducción del riesgo de las entidades financieras consiguiendo la compensación de las liquidaciones positivas y negativas de todos los productos derivados suscritos con una misma persona física o jurídica y como tal están previstos en el art. 47 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de desarrollo de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, de modificación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros<sup>286</sup>.

Este contrato marco, no así la “confirmación” posterior, es un contrato de adhesión, el CMOF contempla y regula lo relativo al plazo y forma de realización de los pagos; la definición y consecuencias del carácter recíproco de las obligaciones estipuladas; las condiciones suspensivas y las causas de resolución que puedan darse durante su vigencia; los sistemas de liquidación; las circunstancias determinantes del vencimiento anticipado y las consecuencias del incumplimiento de la obligación de pago cuando sea imputable a cualquiera de las partes; los efectos propios del vencimiento anticipado y, en general, todo lo que atañe a la ordenación de las mutuas contraprestaciones.

El CMOF se completa, necesariamente, con el denominado “documento de confirmación”, que forma parte del contrato mismo e integra una sola y única relación negocial, y es precisamente el “documento de confirmación” quien delimita el tipo de

---

<sup>286</sup> Art. 47 del RD 216/2008 “En los términos y con los requisitos que determine el Banco de España, las entidades de crédito podrán utilizar como técnicas de reducción del riesgo de contraparte los acuerdos de compensación contractual siguientes: contratos bilaterales de novación entre una entidad de crédito y su contraparte, otros acuerdos bilaterales de compensación entre la entidad de crédito y su contraparte y acuerdos de compensación contractual entre productos”.

Swap elegido y las modalidades específicas que lo regulan. En el caso concreto de una permuta financiera de tipos de interés la “confirmación” contiene una expresión clara de los vencimientos y las liquidaciones parciales, así como los tipos de interés de referencia “fijos o variables” concertados, normalmente el Euribor, aunque puede ser cualquier otro índice referencial. Es, pues, un contrato único, atípico y complejo, consensual, bilateral, recíproco y sinalagmático, siendo destacable su carácter azaroso y aventurado como consecuencia de someter su eficacia a una condición suspensiva de acaecimiento cierto pero de contenido imprevisible.

Suele decirse que el CMOF y su “confirmación” es un contrato autónomo, no vinculado a ningún otro contrato existente entre las partes. Esto es sólo formalmente cierto: en la totalidad de los casos contrastados se evidencia que los Swap ofertados por las entidades financieras van siempre vinculados a una operación de crédito, cuyo nominal es el montante o capital del Swap sobre el que se aplican los intereses que determinarán los sucesivos flujos de pagos.

## **2.5. El tratamiento de los derivados financieros y, en particular, de los Swaps en la Ley Concursal**

### **2.5.1. Concepto de Ley Concursal y entorno jurídico**

Pocas cuestiones han suscitado tanta confusión doctrinal desde la vigencia de la Ley Concursal como la calificación de los créditos derivados de las liquidaciones de los contratos de Swaps soportados por un documento “marco” al que se añaden los pactos complementarios según el propósito de los contratantes. La dificultad de la calificación del crédito originado por las liquidaciones, definitivas o periódicas, estriba en la variedad de objetos contractuales que ampara aquel contrato marco, lo que determina, obviamente, soluciones distintas a supuestos de hecho también diferentes. Esta elevada litigiosidad no ha contribuido precisamente a clarificar la naturaleza jurídico-concursal del crédito, sino a patentizar una notable discrepancia entre los juzgados mercantiles, dictando sentencias dispares y contradictorias. Efectivamente, algunos tribunales consideran aquellos créditos como concursales ordinarios, mientras que otros se decantan por calificarlos como créditos contra la masa, sin faltar resoluciones que abogan resueltamente por calificarlos como créditos subordinados; también hemos visto

alguna opinión - algo extravagante - que los consideren como créditos extra-concursales contra la masa, aunque de naturaleza contingente y sin cuantía propia.

A los efectos de la Ley Concursal, en su Disposición adicional 2.2 tras la reforma operada por la Ley 25/2005 de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y las entidades gestoras, declara que el citado RDL 5/2005 es Ley especial a los efectos de la Ley Concursal, por lo que la regulación del contrato marco y de las operaciones financieras mencionadas en el RDL 5/2005 deben analizarse a la luz de su propia normativa que establece especialidades en los supuestos de declaración de concurso de una de las partes del contrato y respecto de los créditos resultantes de la compensación, que es realmente lo que aquí nos interesa. En este sentido el artículo 2 del RDL establece claramente la finalidad del mismo cuando indica “El objeto de este capítulo es incorporar al ordenamiento jurídico español las disposiciones de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, así como ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable a los acuerdos de compensación contractual y a las garantías de carácter financiero. Se establecen, además, los efectos derivados de la apertura de un procedimiento concursal o de un procedimiento de liquidación administrativa sobre dichos acuerdos y garantías.” Siguiendo con el RDL y después del comprobar que el ámbito de aplicación abarca no solo a bancos, entidades de créditos, organismos públicos o organismos rectores de los mercados secundarios, sino también a personas jurídicas cuando la otra parte sea alguna de las anteriores y expresamente se permite a personas físicas en el caso de los acuerdos de compensación contractual y en los acuerdos de garantías financieras en determinadas condiciones (art. 4 RDL) se adentra en la regulación de los acuerdos de compensación contractual, a que responde nuestro acuerdo marco.

El art. 5 indica que la regulación que prevé “se aplicará a las operaciones financieras que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con él” y define el acuerdo de compensación contractual como “el acuerdo que prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones”. El acuerdo de compensación contractual no es más que un modo de extinguir las obligaciones o un sustitutivo del pago de aquellas personas que por

derecho propio sean recíprocamente acreedoras y deudoras la una de la otra (en el sentido indicado en el artículo 1202 y 1195 del Código Civil).

El artículo 5.2.c del mencionado RDL considera operaciones financieras las realizadas sobre los instrumentos financieros previstos en el párrafo segundo del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluidos los derivados de crédito, las compraventas de divisa al contado, los instrumentos derivados sobre materias primas y los instrumentos derivados sobre los derechos de emisión regulados en la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Las mencionadas en el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores son: contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo. Encontramos dentro de esta enumeración los Swaps lo que nos lleva a concluir que tanto éstas como el resto de operaciones financieras mencionadas en el art. 5.2 del RDL son inmunes al régimen del artículo 58 de la Ley Concursal en el que se prohíbe la compensación tras la declaración de concurso salvo que sus requisitos concurrieran antes de la declaración. Distintos pronunciamientos de juzgados mercantiles habían considerado la aplicación del RDL de marzo de 2005 sobre los criterios generales de la Ley concursal, aplicación que ha sido reconocida respecto de las garantías por la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 30 de marzo de 2008. Estarán también a salvo de las acciones de reintegración al preverlo expresamente el art. 71.5.2 de la Ley Concursal que excluye la rescisión de los actos comprendidos en el ámbito de las leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados. En este sentido el artículo 16.3 del RDL limita la legitimación activa de la acción de reintegración a la administración concursal y para el caso de que se demuestre perjuicio en la operación financiera de que se trate.<sup>287</sup> En los casos de declaración de concurso de alguna de las partes del acuerdo marco el art. 16. 1º y 2º del RDL prevé la siguiente regulación: “1. La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones

---

<sup>287</sup> Artículo 16.3 RDL 5/2005 “las operaciones financieras o el acuerdo de compensación que las regula no podrán ser objeto de las acciones de reintegración que regula el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, salvo mediante acción ejercitada por la administración concursal en la que se demuestre perjuicio en dicha contratación”.

financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con este no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa.

2. En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones previstas en el apartado anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él. En caso de concurso, en tanto se mantenga vigente el acuerdo de compensación contractual, será de aplicación lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 61.2 de la Ley Concursal. Si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso, será de aplicación lo establecido en el artículo 62.4 de la Ley Concursal”.

Este último apartado se ha añadido con la Ley 16/2009, de 23 de noviembre de servicio de pago que viene a concretar el régimen jurídico aplicable hasta el momento a los acuerdos de compensación”.

Toda esta normativa deberemos ponerla en relación, en caso de concurso, con lo establecido en el artículo 61 de la Ley Concursal que regula el tratamiento de los contratos de prestaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por una (art. 61.1 LC) o por ambas partes (art. 61.2 LC) y, respecto de estos últimos, la posibilidad de resolverlos en interés del concurso (art. 61.2.2 LC) y el artículo 62 de la Ley Concursal que establece el supuesto de resolución de los contratos referidos en el art. 61.2 por incumplimiento imputable a cualquiera de las partes, permitiendo incluso que el juez acuerde el mantenimiento de los mismos a pesar del incumplimiento.

Antes de entrar en el detalle de las resoluciones sobre Swap, nos gustaría aclarar que es el concepto de concurso de acreedores: el concurso es el procedimiento de ejecución universal o colectiva que tiende a alcanzar un convenio del deudor concursado con sus acreedores (con quita y/o espera) o por el contrario proceder a una liquidación ordenada del patrimonio del deudor concursado. Se define como procedimiento ideado para acortar los posibles efectos nocivos de la insolvencia, tanto de un empresario, como de un particular. Se trata, fundamentalmente, de organizar las finanzas del concursado para conseguir que el mayor número de acreedores cobren el máximo de su crédito. En este procedimiento se protege más a los débiles, como los trabajadores, y se posterga a aquellos que han tenido influencia en la mala situación económica o que puedan beneficiarse del concurso, por ejemplo, los administradores de

la sociedad o personas relacionadas con el concursado. El objetivo principal es la conservación del patrimonio. Destaca el afán del legislador por evitar a toda costa la desaparición de los negocios y sus nefastas consecuencias. Por ello, y a pesar de que en algunos casos algunos acreedores deban quedarse sin cobrar todo o parte de sus deudas, o tengan que esperar largo tiempo para cobrarlas, lo más importante es que la actividad económica no desaparezca. Sólo en casos absolutamente excepcionales se guiarán directamente hacia la ejecución

La regulación legal española de esta materia se encuentra en la Ley 22/2003 del 9 de julio, Concursal, modificada por el Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica. En la legislación anterior se contaba con cuatro instituciones concursales diferentes (procedimiento de quita y espera, concurso de acreedores, suspensión de pagos y quiebra); se eliminan todos los procedimientos anteriores, y se insta una única institución denominada "Concurso de Acreedores".

Por último la doctrina subraya las enormes diferencias que presentan en este ámbito los sistemas concursales de Derecho comparado puesto que algunos tutelan la protección de los acreedores frente a aquellos otros que optan por la tutela de los concursados, opción que enfrente a los sistemas de "Civil Law" y los de "Common Law". Las normas concursales imponen el principio de la par condicio creditorum, principio que sufre ciertas modificaciones consecuencia de la eficacia del mecanismo de compensación bilateral, de forma particular cuando se trata del liquidación por "Close-out netting". Esta liquidación supone una excepción del principio de pari pasu en pro de la tutela de los acreedores individuales contraparte del acuerdo de compensación. Viene subrayándose que las jurisdicciones de "Civil Law" tienen regímenes internos que no son propensos a admitir la compensación en concurso, frente los de "Common Law", que desde tutela a los acreedores en la posibilidad de compensar y permitir la exigencia del saldo neto en concurso. Por este motivo tiene particular trascendencia el estudio del régimen concursal que debe aplicarse al contrato de que se trate.<sup>288</sup> Debe por lo tanto tenerse presente que según establecen las normas del Derecho español, las partes tendrá que aplicar la disciplina imperativa del país con el que el contrato este vinculado, es decir la ley del país en el que una de las partes entre en concurso.

---

<sup>288</sup> Munoz Perez, A.F.: "El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pg 118



### 2.5.2. Resoluciones sobre Swaps

Ya son bastantes las resoluciones judiciales acerca de los contratos de Swap que la crisis y la bajada de los tipos de interés han hecho aflorar en multitud de concursos de acreedores, no sólo suscritos con empresas sino también con personas físicas. En todas ellas el problema radica principalmente en la calificación del crédito derivado del contrato, no ya de la liquidación pendiente de pago antes de la declaración - que será habitualmente crédito concursal al haberse liquidado con anterioridad - sino en las liquidaciones futuras y en las indemnizaciones por resolución anticipada cuya cuantía se dispara.

De las primeras sentencias que se dictan encontramos la del Juzgado Mercantil nº 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008 en la que tras un análisis del régimen jurídico de las operaciones de Swap y partiendo de que el crédito derivado de este contrato no se ajusta al concepto y naturaleza de los créditos contra la masa, como pretende la entidad bancaria, concluye que “siempre que el contrato haya vencido o haya sido resuelto con motivo de la declaración del concurso y no se cierren nuevas operaciones, el saldo resultante del "close-out netting" tendrá la consideración de crédito ordinario”. Tras esta sentencia que declara que el crédito derivado del contrato de Swap es ordinario, se han sucedido otras con argumentos y pronunciamientos contrarios, como la Sentencia del Juzgado Mercantil nº 1 de Málaga de 4 de junio de 2008, Juzgado Mercantil nº 2 de Pontevedra de 19 de junio de 2009 o la Sentencia del Juzgado Mercantil nº 3 de Barcelona de 3 de abril de 2009 en las que se parte de que al ser un contrato con obligaciones recíprocas pendiente de cumplimiento por ambas partes las liquidaciones posteriores a la declaración de concurso serán créditos contra la masa en aplicación del art. 84.2.6º de la Ley Concursal.

Otras resoluciones han sido más originales y han hablado de créditos subordinados por considerar que son intereses ya que el Swap es un contrato vinculado a una operación de pasivo que el concursado tiene con esa misma entidad Bancaria por lo que aboga por la resolución automática del contrato al tiempo de la declaración de concurso en aplicación del artículo 59 de la Ley Concursal (Sentencia del Juzgado Mercantil nº 4 de Barcelona, incidente nº 807/2008, de 28 de septiembre de 2009).

Muy interesante resulta la lectura de la Sentencia de 1 de diciembre de 2009 dictada por el Magistrado del Juzgado Mercantil nº 7 de Barcelona (Incidente concursal núm.381/09) en la que parte que el contrato de permuta financiera es “un negocio

jurídico aleatorio puesto que existe un riesgo en la oscilación de los índices de referencia que puedan jugar a favor y en contra de ambas partes contratantes”, lo califica como contrato bilateral aleatorio donde “las sucesivas liquidaciones no hacen surgir obligaciones recíprocas, sino la obligación unilateral de pago para una sola de las partes, de tal manera que el Banco contratante realizará el correspondiente cargo o abono en la cuenta de referencia en función del resultado del riesgo. Las llamadas liquidaciones, que suelen pactarse entre las partes, como en este caso, de forma trimestral, vienen a constituir hitos temporales que marcan en un momento temporal determinado la ganancia o la pérdida eventual, que forma parte del riesgo propio de estos contratos. Sin embargo de aquí no cabe deducir la existencia de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, las cuales surgen en el momento del nacimiento del negocio jurídico que coincide con la prestación del consentimiento mediante su firma. La obligación bilateral nace en el momento en que se firma el contrato y su determinación posterior depende de un suceso futuro e incierto, de un riesgo de manera que la liquidación puede variar a favor de una u otra parte, surgiendo una única obligación de pago para una de las partes. Por ello, no cabe dar aplicación al art. 84.2.6º ni al párrafo 9º de la LC y en consecuencia el crédito contingente que pudiera surgir a favor del banco no puede entenderse como un crédito contra la masa, al no poder encuadrarse en ninguno de estos supuestos”. Llega a la conclusión que al no tener encaje en el art. 61.2 de la Ley Concursal las futuras liquidaciones son créditos contingentes, por lo tanto, ordinarios y sólo podríamos hablar de créditos contra la masa “si el negocio jurídico, el contrato se ha firmado con posterioridad a la declaración, que no ha sucedido en el presente caso, o si existe una aceptación o autorización en el sentido señalado en el citado párrafo 9º para que sea llevada a cabo cada liquidación”.

Merece la pena destacar el argumento utilizado en la Sentencia del Juzgado Mercantil nº 1 de 15 de diciembre de 2009 de Barcelona (Incidente concursal número 738.09 B) en que si bien considera que el contrato de permuta financiera que le ocupa, en puridad, es un contrato de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, en el caso concreto, “atendida la fecha de vencimiento del contrato y el tipo de interés vigente permiten concluir sin lugar a dudas que las únicas obligaciones pendientes de cumplimiento hasta la fecha de vencimiento del contrato lo serán exclusivamente de la concursada” por lo que a los solos efectos concursales existirían obligaciones pendientes de cumplimiento únicamente para el concursado por lo que el crédito debe ser concursal (art. 61.1 LC). Respecto de las liquidaciones futuras hasta la conclusión

del contrato apunta el Magistrado que deberán cuantificarse “siguiendo criterios 88.4 y 88.3 LC en la medida que el crédito resultante participa parcialmente de las características de los expuestos en cada uno de los citados preceptos: es una prestación dineraria futura (art. 88.4 LC) cuyo importe se determina por referencia a un bien diferente del dinero (art. 88.3 LC)”.

Finalmente, es interesante la sentencia dictada por el Juzgado de lo Mercantil 1 de Valencia del 16 de febrero de 2011 por la que desestima la demanda de una entidad financiera que impugna la calificación de un crédito nacido de un Swap, calificación efectuada por la administración concursal que considera que dicho crédito merece la calificación de concursal y que las sucesivas liquidaciones producidas con posterioridad a la declaración del concurso han de considerarse créditos subordinados. Empieza a vislumbrarse un cambio jurisprudencial en esta materia frente a la disparidad de criterio de los distintos juzgados de lo mercantil; la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15, de 9 de febrero de 2011 cambia su anterior criterio y adopta el que propuesto por el Mercantil 1 de Valencia. Viene a decir: “cabe mantener el criterio (de la administración concursal) de que se trata de un negocio oneroso esencialmente vinculado a un contrato de préstamo con garantía hipotecaria (esto es, un contrato de tracto único) en que desde luego no cabe apreciar que existan obligaciones recíprocas pendientes para ambas partes...” Opinamos que la tesis no es correcta en cuanto las cantidades que resulten de liquidaciones posteriores a la declaración del concurso son créditos contra la masa. El contrato resulta incardinable ex artículo 61.1 y por ende toda la totalidad del crédito es concursal y con la clasificación de subordinado en cuanto que estamos refiriéndonos propiamente a intereses en sentido estricto (art. 923) y respecto de las eventuales sumas futuras cabe apreciar el supuesto de contingencia igualmente mantenido por la Administración Concursal.

La Sentencia de 9 de febrero de 2011 de la Sección 15<sup>a</sup>, ha tenido en cuenta los dos diversos aspectos en que opera la característica interdependencia entre las prestaciones de una y otra parte en las relaciones obligatorias recíprocas o sinalagmáticas. Se trata de la distinción doctrinal entre sinalagma genético y sinalagma funcional.

La sentencia de 9 de febrero de 2011 pone de relieve que del sinalagma funcional se deriva la regla de la prestación simultánea, puesto que la reciprocidad de las obligaciones se proyecta sobre la exigibilidad de las prestaciones y, por virtud de

esta recíproca condicionalidad o interdependencia funcional, ninguno de los contratantes está facultado para compeler al otro a que cumpla su prestación antes de que él lo haga con la que está a su cargo. Entendemos que el artículo 61.2 LC, cuando alude a " los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte ", se está refiriendo a la interrelación o vinculación funcional de las obligaciones de una parte con las de la otra, de modo que resulta injusto exigir el cumplimiento de la parte in bonis y que la obligación a cargo del concursado pase a ser crédito concursal. Estas razones de justicia no se dan cuando falta esa interdependencia funcional, pues las prestaciones pendientes de cumplimiento para una de las partes, en este caso para la concursada, no guardan relación causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra.

Como expone la sentencia referida de 9 y 21 de febrero de 2011, en el contrato de Swap, la obligación de pago de cada una de las obligaciones periódicas no aparece condicionada a contraprestación alguna de la contraparte. Existe una reciprocidad de aleas, esto es, una apuesta bilateral e incierta, que tanto puede desembocar en una prestación a favor como en contra de cada una de las partes. Por esa razón, no existiría contraprestación del demandante pendiente de cumplimiento que justificara el sacrificio patrimonial de la masa.<sup>289</sup>

Merece la pena examinar más en detalle, la ya citada sentencia del juzgado de lo mercantil núm. 4 de Barcelona del 28 de septiembre de 2009, donde se hace referencia a un contrato de permuta financiera de intereses vinculado a otro contrato principal de préstamo o crédito. Mediante el Swap se modifica el pacto de intereses del préstamo, en definitiva se considera que el contrato de Swap de intereses ha de seguir la clasificación que corresponde al contrato al que está vinculado, de manera que, los pagos que el concursado ha de hacer como consecuencia de la liquidación son intereses, por lo que han de ser clasificados como subordinados (art. 92.3 LC).

A esto efectos, la sentencia distingue dos situaciones, según que el contrato de Swap se presente o no vinculado a otro contrato de préstamo o crédito.

En el primer supuesto, si estamos ante un contrato vinculado, la situación del Swap frente al concurso dependerá de los efectos del procedimiento sobre el contrato de préstamo o crédito. Si dicho contrato es resuelto a la fecha de la declaración de

---

<sup>289</sup> Cobo Plana, J.J.: "Diario Concursal", Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, pgs 18-20

concurso, el Swap de intereses debe ser liquidado en esa misma fecha, su resultado sumando o restado de la deuda de intereses que la póliza principal haya generado, y el crédito que se origine habrá de calificarse como subordinado. Si, por el contrario, el contrato vinculado de préstamo permanece vigente tras la declaración de concurso, conforme a las reglas concursales previstas para los contratos con prestaciones reciprocas (arts. 61 y 62 LC), la administración concursal aun podrá resolverlo en interés del concurso (art 61.2-II). Si el contrato no se resuelve, el crédito que derive tanto de póliza de crédito vigente, cuanto de la operación de Swap habrá de considerarse un crédito contra la masa (art. 61.2 LC).

En el segundo supuesto, esto es, si el contrato de Swap no puede considerarse vinculado a ninguna operación de pasivo, deberá resolverse por imperativo legal como consecuencia de la declaración de concurso, ya que la apertura del procedimiento suspende el curso de los intereses correspondientes a créditos concursales que deberían haberse devengado con posterioridad a esos momento (art. 59 LC). El contrato Swap deberá liquidarse en esa fecha y el crédito resultante se calificara como subordinado. En este sentido, el juez considera que el Swap como contrato autónomo dentro del concurso debe recibir un tratamiento distinto al de los contratos con prestaciones reciprocas y entenderse como un contrato sobre el pago de intereses de un importe nominal. En definitiva se trata de clasificar las obligaciones derivadas de los Swaps de intereses, como lo que realmente son, intereses de un importe nominal, normalmente vinculado a determinadas operaciones de pasivo concertadas entre el banco y la concursada, pero en cualquier caso intereses.<sup>290</sup>

### **2.5.3. Situación actual tras las últimas reformas**

Ya hemos visto que para la delimitación de los efectos jurídicos de los Swaps dentro del procedimiento concursal debemos acudir al art. 16 del RDL, el cual permite la declaración de vencimiento anticipado, resolución, ejecución o efecto equivalente en las operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con éste, que no podrá verse afectada, limitada o restringida en

---

<sup>290</sup> Sánchez Paredes, M.L.: “Los contratos de permuta financiera de intereses y de arrendamiento financiero en el concurso de acreedores (SJM 4 Barcelona 28-9-2009), Anuario de Derecho Concursal, Madrid, n.2, 2010, pg 404

cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal. Con ello el RDL blindo las operaciones financieras (aquí nos referimos a los Swaps) en un doble sentido:

- Primero, permite que pueden incluirse cláusulas de resolución o vencimiento anticipado en caso de declaración de concurso del cliente, eludiendo la prohibición expresa contenida en el artículo 61.3 de la Ley Concursal. Esta posibilidad se reconoce también en la propia Ley concursal en su artículo 63.2.

- Segundo, evita que una vez declarado el concurso se puedan mantener aquellas operaciones financieras favorables para él y resolver las perjudiciales o negativas, lo que se denomina en términos anglosajones el "cherry picking", que prevé en caso de resolución la compensación de saldos (eludiendo así el art. 58 LC).

Cuando el cliente esté incurso en un procedimiento concursal la posición de la entidad financiera ve reducido su riesgo ya que en caso de incumplimiento o insolvencia de este cliente se produce el llamado netting, es decir, se produce la compensación de todas las obligaciones positivas y negativas derivadas de todas las operaciones financieras existentes entre las partes y surgirá un único saldo ("close out netting") que será el que se incluya como crédito o deuda en el procedimiento concursal. De esta forma el art. 16.2 RDL indica que en caso de concurso “se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él”.

Una interpretación estricta de este precepto nos puede llevar a concluir que declarado el concurso de una de las partes, habitualmente el cliente, las operaciones financieras vencen automáticamente –dice “se incluirá”- y el saldo neto de la compensación de todas ellas, positivo o negativo, “se incluirá como crédito o deuda” – indica el precepto- lo que parece hacer referencia a que se incluirá en la lista de acreedores o en el inventario del concursado. Esta interpretación vendría apoyada por la propia terminología utilizada en la Ley Concursal que habla de créditos como integrantes de la masa activa (art. 76 LC) y las deudas en la masa pasiva (art. 84 LC). Teniendo en cuenta lo expuesto el crédito resultante de este vencimiento con ocasión de la declaración de concurso sería concursal así como la indemnización derivada de la liquidación definitiva.

Esta interpretación perfectamente defendible –atendiendo a que en los contratos de compensación contractual se suele incluir como causa de vencimiento anticipado la declaración de concurso de cualquiera de las partes- no se sostiene a partir de la reforma

del RDL por la Ley de Servicios de Pago, de 13 de noviembre de 2009. Con la mencionada reforma se introduce el apartado 2º del artículo 16.2 del RDL 5/2005 de 15 de Marzo en el siguiente sentido “En caso de concurso, en tanto se mantenga vigente el acuerdo de compensación contractual, será de aplicación lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 61.2 de la Ley Concursal. Si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso, será de aplicación lo establecido en el artículo 62.4 de la Ley Concursal”.

Con esta reforma se concreta la situación concursal de los acuerdos de compensación contractual y aclara la función de las cláusulas de vencimiento anticipado en caso de declaración de concurso del cliente, excluyendo la interpretación literal a la que hemos hecho referencia. Así reconoce la vigencia de tales acuerdos de compensación –por remisión al artículo 61.2.1 LC- por lo que la cláusula de vencimiento anticipado podrá utilizarse por la entidad financiera o no en caso de declaración de concurso ya que prevé la vigencia del acuerdo de compensación contractual.

Si la cláusula de vencimiento anticipado se ejercita con ocasión del concurso el crédito resultante de la compensación será concursal y, por ende, también la indemnización pactada en estos casos. Por el contrario, si el banco decide no resolver el contrato y este mantiene su vigencia constante el concurso la propia remisión al artículo 61.2.1 de la Ley Concursal nos obliga a calificar el crédito contra la masa y pagarlo a su vencimiento (art. 154 LC).

Pero además la reforma introduce el régimen de resolución para el caso de incumplimiento de alguna de las partes, que será el cliente concursado, remitiéndose al artículo 62.4 de la Ley Concursal<sup>291</sup>. Con la mencionada remisión podemos concluir que si después de declarado el concurso la entidad financiera resuelve el contrato de compensación y ha existido un incumplimiento anterior por el concursado el crédito resultante de esta resolución y la indemnización de daños y perjuicios será concursal mientras que si el incumplimiento es posterior el saldo deudor final y la indemnización serán créditos contra la masa, debiendo en ambos casos el acreedor “in bonis” justificar cumplidamente los daños y perjuicios que le hubiera ocasionado la resolución del

---

<sup>291</sup> Artículo 62.4 LC “Acordada la resolución del contrato, quedarán extinguidas las obligaciones pendientes de vencimiento. En cuanto a las vencidas, se incluirá en el concurso el crédito que corresponda al acreedor que hubiera cumplido sus obligaciones contractuales, si el incumplimiento del concursado fuera anterior a la declaración de concurso; si fuera posterior, el crédito de la parte cumplidora se satisfará con cargo a la masa. En todo caso, el crédito comprenderá el resarcimiento de los daños y perjuicios que proceda.”

contrato (art. 217 LEC), ya no siempre se producen tales perjuicios o la prueba que se practica no siempre es suficiente para acreditarlos.

La calificación de los créditos derivados de tales contratos como contra la masa parece no encajar en el concepto tradicional y con la finalidad de estos. Es cierto que los créditos contra la masa, como regla general son los nacidos con posterioridad a la declaración de concurso y que guardan con éste una conexión teleológica y funcional, en cuanto necesarios y útiles para el logro de su finalidad de satisfacer de forma colectiva a los acreedores concursales y contribuir a la continuidad de la actividad empresarial; conexión que justifica que se paguen a su devengo de conformidad con el artículo 154 LC. Pero no es menos cierto que aparecen algunos créditos reconocidos como contra la masa que no responde al concepto anteriormente expuesto, así por ejemplo los gastos judiciales del acreedor solicitante de la declaración de concurso, que únicamente se justificaría por el elemento temporal no por el teleológico.

Esto nos lleva a replantearnos el concepto de créditos contra la masa y la posibilidad de hacer una clasificación dentro de los mismos, sin que todas las categorías deban responder al mismo fin. En este sentido debemos destacar la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Bilbao de 14 de Julio de 2008 (Incidente Concursal 214/2007) donde se clasifican los créditos contra la masa como sintéticos, gastos del procedimiento -costas y gastos de asistencia jurídica- y créditos de continuidad -derivados de relaciones jurídicas necesarias para el mantenimiento de la actividad empresarial-, teniendo encaje los créditos contra la masa surgidos de un contrato de permuta financiera -que sin duda no es necesario para la continuidad de la actividad empresarial- en la categoría de sintéticos<sup>292</sup>.

---

<sup>292</sup> Sentencia del Juzgado Mercantil nº 2 de Bilbao de 14 de julio de 2008 “Y aunque no se definen, conforme a su descripción de los listados en art. 84.2 LECO -que no incluye todos, puesto que falta la remuneración de los administradores concursales-, y expreso el parámetro temporal que se fija en la declaración del concurso, los créditos contra la masa -los no sintéticos-, han de conformarse por un requisito esencial, de carácter teleológico o funcional, que es el interés del concurso, como síntesis de los de los acreedores de la masa pasiva, el deudor, los trabajadores como tales, etcétera, integrado por el desenvolvimiento eficaz de las soluciones del procedimiento, de conservación o liquidación, y que se subordina aquel requisito temporal.

Que lo anterior a la declaración del concurso no sea del interés colectivo y por lo tanto, deuda del concursado, y lo posterior siempre lo sea, y por lo tanto, deuda de la masa del concurso, resulta una suposición con importantes excepciones, puesto que no todo crédito que aparece después de declarado el concurso tiene su causa en la necesidad de que el procedimiento concursal pueda desarrollarse y en la continuidad de la actividad del concursado o en la económica protección de su patrimonio liquidable, y por otro lado, hay gastos inexcusables que genera la apertura del concurso pero que nacen antes de la declaración formal, e incluso de la solicitud inicial.

En la enumeración en art. 84.2 LECO los créditos contra la masa no se sujetan en exclusiva a elementos constitutivos mero-temporales, y además, siguiendo la estela de algún otro modelo comparado, se



La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal supuso un hito en el sistema del Derecho de la insolvencia, basándose a partir de esta norma en los principios de unidad legal, de disciplina y de procedimiento, de modo que se diseñó un nuevo sistema unitario, regulado en una única norma, y con una Jurisdicción especializada (Juzgados de lo Mercantil).

El tiempo en el que se ha venido aplicando esta regulación junto con la dificultad en la situación económica actual han puesto de manifiesto algunos resultados disfuncionales en los efectos de la aplicación de la norma que no logra cumplir con el objetivo marcado: conservación de la situación empresarial y profesional del concursado. Esta norma ya ha sido reformada con anterioridad en dos ocasiones: por el Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal y por la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva oficina judicial.

La reforma ha venido a reformar uno de los institutos procesales que mayor auge han alcanzado en la situación actual de crisis económica: el concurso de acreedores.

Esta reforma profundiza en las “alternativas” al concurso o los denominados institutos preconcursales – aparentemente en aras de la agilización procesal que parece haber inspirado también los otros dos textos aprobados el 10 de octubre -ofreciendo a las empresas una solución más ágil y económica a sus crisis, a través de acuerdos de refinanciación. Se pretende aportar al instituto del concurso una mayor seguridad jurídica, la apertura de nuevas vías alternativas que consigan el equilibrio entre la viabilidad de la empresa y la necesaria garantía judicial, la simplificación y la agilización procesal. Las medidas de la reforma se orientan en varias líneas de actuación. Las novedades principales de la siguiente Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma concursal, podrían resumirse en:

---

designan créditos contra la masa algunos a los que se quiere por la Ley adosar su régimen, fuera de su concepto, es decir, por pura voluntad del legislador.

Por ello, debe admitirse una triple catalogación de créditos contra la masa, y una imprescindible línea de conexión funcional con el procedimiento, al margen de lo temporal: los créditos contra la masa sintéticos, que no reúnen los presupuestos ideológicos del concepto (a); los gastos del procedimiento, que existirán siempre, entre los que se encuentran las costas y gastos de asistencia jurídica, y la remuneración de los administradores concursales -y en los concursos de personas físicas, alimentos- (b); y los créditos por la continuidad, que pueden ser muy escasos cuando el cese de la actividad es anterior a la apertura y todo sea preservar un patrimonio para monetizarlo, o muy amplios, cuando no se interrumpa la actividad empresarial o profesional (c); Y salvo el primer grupo, en todos los demás supuestos tiene que entenderse que el crédito contra la masa está conectado al interés del concurso y normalmente ha de surgir cuando tal concurso ya está en marcha.”

- Mayor desarrollo de los denominados institutos preconcursales, ofreciendo a las empresas una solución más ágil y económica a sus crisis, a través de acuerdos de refinanciación que intenten conservar la actividad profesional o empresarial del concursado, bajo el principio de prevalencia de la actividad empresarial.
- Se articulan diferentes medidas para que el proceso de llegar a una solución para a insolvencia no se retrase demasiado en el tiempo, (Concursos abreviados) y de esta forma, no se siga perjudicando al concursado y sus acreedores con la minoración del valor de sus bienes, de los cuales y a través de su realización, dependerá su cobro, que a su vez podría conllevar la eliminación de las posibilidades de garantizar su viabilidad redundando además en los costes del proceso.
- Anticipación de la liquidación: Cambia la apertura de la fase de liquidación del concurso, lo que hace innecesaria la distinción entre liquidación ordinaria y liquidación anticipada. Ello permite tramitar de manera más rápida aquellos concursos en los que el deudor solicite la liquidación en los primeros momentos.
- Se mejora el régimen de la publicidad registral del concurso y del Registro Público Concursal, incrementándose notablemente los instrumentos de publicidad de los concursos, con el fin de dotarlos de mayor transparencia y garantía para todos los sujetos que puedan verse afectados.
- A igual propósito responde la consideración expresa de que los créditos nacidos tras la aprobación judicial del convenio han de ser, en caso de apertura posterior de la fase de liquidación, créditos contra la masa. Se trata con ello de favorecer la concesión de crédito a una empresa en fase de convenio y también como mecanismo protector de ese dinero nuevo que contribuye a la continuidad de la actividad.
- Se le da mayor prioridad social, abordando de forma principal, las reformas introducidas por la Ley 35/2010, de 17 de septiembre, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, en especial en relación con los expedientes de suspensión y reducción temporal de la jornada ordinaria diaria de trabajo. Se resuelven también las dudas jurídicas planteadas en torno a la calificación como créditos contra la masa de los créditos salariales e indemnizaciones en caso de despido o extinción de la relación laboral.

- La articulación administrativa de la función concursal cambiará para adaptarse a los concursos rápidos, con 2 líneas fundamentales:
  - Extensión de los supuestos en los que la administración concursal está integrada por un único miembro para flexibilizar y economizar el proceso.
  - El reconocimiento de la persona jurídica como administrador concursal, en tanto que algunas de sus formas, como es la sociedad profesional, favorecen el ejercicio de esta función por una pluralidad de profesionales que cuenten con la necesaria formación y experiencia.
- La responsabilidad por daños a la sociedad, ahora habrá de ser exigida necesariamente por la administración concursal, pudiendo existir además, la denominada responsabilidad concursal por el déficit de la liquidación.

Se refuerza el régimen de los concursos conexos, en especial, lo referente a los grupos de sociedades

Con todas estas medidas la ley quiere abordar el instituto concursal desde la perspectiva de la agilización y flexibilidad, si bien se refuerzan también algunas garantías, como es el caso de la exigencia de una mayor profesionalidad y responsabilidad en la figura de los administradores concursales. Así los objetivos son el abaratamiento del procedimiento concursal gracias su agilización y simplificación, profundización en las alternativas al concurso o los denominados institutos preconcursales, solucionar algunos aspectos que la anterior regulación habían generado problemas prácticos y algunas dudas interpretativas.

Se trata de normalizar el papel del concurso con el que cumple en los otros países europeos, para que no sea un estigma para el concursado, y se constituya como un instrumento al servicio de la viabilidad y dinamización del tejido empresarial.

#### **2.5.4. El tratamiento concursal**

Del Swap derivan obligaciones recíprocas, del prestamista y prestatario acuerdan, una vez suscrito el préstamo o contrato principal, someterse a una especie de “juego financiero” basado en la incertidumbre y aleatoriedad, apostando ambos a un “pago-cobro” de intereses según evolucione el tipo básico de referencia. De ahí que la tesis del carácter subordinado de dichos créditos en sede concursal sea la que nos merezca mayor solvencia, no tanto por tratarse de “intereses puros” (y por ello

subordinables) sino por la fuerte connotación especulativa del Swap, claramente incompatible con la “comunidad de pérdidas” que comporta cualquier situación concursal.

Si consideramos el mecanismo del Swap de tipos de interés: una vez convenido el tipo fijo para el cliente (prestamista del crédito principal), la entidad financiera se reserva el tipo variable indexado al Euribor, de forma que si el interés variable supera al fijo, la liquidación presentará un saldo a favor del cliente, mientras que será éste quien pague al banco si el tipo de referencia desciende por debajo del tipo fijo. Esto puede ser atractivo en un escenario de tipos altos, pero en una situación deflacionaria y con los intereses con tendencia a la baja, el Swap se convierte en una liquidación negativa. Por consiguiente, al ser un contrato claramente vinculado a otro principal y con la finalidad de reducir los riesgos de las oscilaciones de los tipos de interés, constituye una suerte de modificación de los intereses del préstamo, lo que es determinante para la calificación del crédito dentro del concurso de acreedores. Sobre el carácter compensable de los flujos de pagos en sede concursal, conviene que nos detengamos ahora en los supuestos de resolución de los Swap una vez declarado el concurso, ya sea mediante la resolución unilateral por parte de la entidad financiera como consecuencia de la declaración de concurso y automática compensación de los saldos existentes, o la resolución por incumplimiento del concursado de abonar las liquidaciones a su cargo antes de la declaración del concurso, o, finalmente, por el incumplimiento de pago del deudor de las liquidaciones posteriores a la declaración de concurso.

La primera cuestión a esclarecer es si el Swap de tipos de interés cae dentro del ámbito del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo de reformas urgentes para el impulso de la productividad y mejora de la contratación pública, y si le es aplicable su artículo 16, que advierte que el vencimiento anticipado del contrato o su resolución no resulta limitada por la declaración de concurso, debiéndose incluir como crédito o deuda, según el caso, el importe neto del saldo resultante de la liquidación. Por un lado los Swap de tipos de interés —de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores— quedan incluidos en el ámbito de lo que se denomina genéricamente “instrumentos financieros”, cuya ley regula su negociación y emisión de los contratos de opciones, futuros, permutas y otros instrumentos financieros derivados, incluidos los relativos a materias primas. Después de dos reformas sucesivas (la primera mediante la Ley 37/1988 de 16 de noviembre, y la segunda a través de la Ley 47/2007 de 19 de diciembre), aquel artículo 2 engloba de

forma extensa todos los valores negociables, cualquiera que sea el emisor, acciones cuotas participativas en Cajas de Ahorros, bonos, letras del Tesoro, warrants, contratos de opciones, futuros y derivados, entre otros mucho productos financieros. Es decir, la totalidad de los instrumentos financieros, negociables o no.

En virtud de lo dispuesto en la disposición adicional 3ª del Real Decreto Ley 5/2005, la Ley del Mercado de Valores tiene carácter de “ley especial” a efectos concursales, lo que quiere decir que las permutas de tipo de interés están dentro de los supuestos en los que es posible la compensación de saldos y, por tanto, excluidos del régimen restrictivo del artículo 58 LC. En notorio que en sede concursal no es admisible la compensación de créditos y deudas del concursado, salvo que se encuentre en el caso del artículo 205 LC, es decir, cuando el acreedor tenga derecho a la compensación si la ley que rige el crédito recíproco del concursado lo permita (ley especial). En el caso que comentamos, el Real Decreto Ley 5/2005 lo consiente sin género de dudas. Más aún: los actos comprendidos en el ámbito de leyes especiales reguladoras de los sistemas de pago y compensación en liquidación de las relaciones de instrumentos derivados no pueden ser objeto de rescisión ex artículo 71.5 LC, de acuerdo con la reforma operada por el Real Decreto Ley 3/2009 de 27 de marzo de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal, en su artículo 8, que da nueva redacción al supuesto 2º, del apartado 5, del artículo 71 LC.

Sobre el Swap de tipos de interés y su clasificación como crédito ordinario o contra la masa, podemos decir que sentado lo anterior —y, por lo menos, hasta la entrada en vigor de la reciente Ley 16/2009 de 13 de noviembre de servicios de pagos—, parecía claro que existía un “blindaje” a los acuerdos de compensación; pero solamente un blindaje: nada más. En cambio, resultaba evidente que los créditos Swap derivados de las liquidaciones de resolución no eran créditos contra la masa, ya que ninguna referencia hacía el legislador a los supuestos del artículo 84.2 LC (pudiendo hacerlo, evidentemente, al tratarse de una disposición posterior a la ley 22/2003, de 9 de julio, concursal).

Por tanto —y más allá de la compensación—, en el supuesto de resultados de liquidaciones negativas para el deudor anteriores a la declaración de concurso, los créditos son considerados como concursales ordinarios a efectos de su clasificación. En este sentido van algunas de las resoluciones de los JJMM de Barcelona nº 2 y 3, en sentencias de 19 de noviembre de 2008 y 3 de febrero de 2009. Otras resoluciones (como, por ejemplo, la del JM nº 1 de Málaga) sostienen que las liquidaciones

devengadas con posterioridad al concurso constituyen un crédito contra la masa, por aplicación del artículo 62.4 LC, al tratarse de obligaciones extinguidas pendientes de vencimiento. En cierta forma este razonamiento efectúa una interpretación extensiva de aquel precepto “invadiendo” el ámbito propio del artículo 84.2.6 LC (prestaciones a cargo del concursado de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento que continúan en vigor tras la declaración de concurso). Específicamente, la mencionada sentencia descarta que pueda tratarse de un crédito subordinado atendida la base contractual del Swap, obviando, a nuestro entender, que los intereses que los artículos 59 y 92.3 LC posterga como subordinados también suelen tener una base contractual.

Dentro de este amplio abanico de opiniones jurisprudenciales cabe citar aquellas que se decantan por calificar los créditos Swap de tipos de interés como créditos contra la masa. Así, por ejemplo, la sentencia del JM nº 8 de Barcelona de 29 de octubre de 2009, lo fundamenta en la tesis de que el CMOF es un contrato independiente y no vinculado a ninguna otra operación, lo cual, en la práctica, no resulta ser del todo exacto como antes hemos indicado. De cualquier forma, para completar su especulación, dicha sentencia distingue entre créditos contra la masa “por sí mismos” (gastos judiciales, remuneración de administradores, alimentos, etc.) y aquellos que lo son “por la continuidad” (conservación del patrimonio, por ejemplo), de aquellos que son auténticamente contra la masa (conocidos por algún sector —con no demasiada fortuna— como “sintéticos” o gastos puramente de la masa por su conexión teleológica o funcional al interés del concurso.

Estos gastos contra la masa “sintéticos” son necesarios para satisfacer a los acreedores por obligaciones contraídas durante el procedimiento, y por ello deben satisfacerse de acuerdo con el artículo 154 LC; pero no parece muy acertado incluir entre ellos a los Swap de permuta de tipos de interés; aquí lo que se intercambia (las prestaciones recíprocas, en definitiva) son puros intereses, negocio especulativo y aleatorio, ajeno, incluso, al capital o nominal sobre el que vienen referenciados. A nuestro entender este “juego financiero” es claramente incompatible con los principios concursales de conservación del patrimonio, del pago a los acreedores, de la comunidad de pérdidas en base a la “par conditio” y, llegado el caso, de la rehabilitación o conservación de la empresa.

¿Tiene fundamento considerar a los Swap como un crédito subordinado? Entendemos que es posible, y en base a dos líneas de razonamiento independientes, a saber: los flujos de pagos de los Swap tienen su anclaje en el compromiso de pagarse

recíprocamente la cantidad resultante de aplicar un determinado tipo de interés, fijo o variable, a un capital conocido de antemano. Por tanto, los flujos de pagos, sea quien sea el beneficiario, tienen la consideración jurídico-económica de intereses porque son retribuciones del capital (se haya este entregado o no: en el primer supuesto es una operación financiera; en el segundo una operación especulativa). Y no se puede perder de vista que el nominal del Swap coincide normalmente con el nominal de una operación de crédito con la que está vinculado, tal y como admite la sentencia de 28 de septiembre de 2009 del Juzgado de lo Mercantil nº 4 de Barcelona.

Es, en definitiva, un “recíproco juego de intereses”, y lo cierto es que tanto si se opta por la tesis de la vinculación al contrato principal como por su autonomía contractual, las liquidaciones son intereses devengados y nada más, por lo que deben ser calificados como subordinados de acuerdo con los artículos 59 y 92.3 LC.

A pesar de todo, no se puede perder de vista el hecho de que si el concursado fuere el beneficiario de los intereses, el banco pagador podría compensarlos a tenor del artículo 16 del Real Decreto Ley 5/2005, como antes hemos visto. Pero la reciprocidad de los flujos de pago no altera su naturaleza jurídica, porque incluso en el supuesto de no resolución (artículo 61 LC), los respectivos pagos lo son en concepto de intereses del capital, y su tratamiento no puede ser otro que el de crédito concursal subordinado. No resulta razonable otorgar el carácter de crédito contra la masa a unas obligaciones derivadas de un pacto esencialmente especulativo; si ello fuera así se estaría dando un tratamiento más beneficioso a estos contratos frente al simple préstamo (en el que sí ha habido transferencia de capital, no se olvide) y cuyos intereses quedan siempre y en todo caso subordinados.

La otra línea de razonamiento es la seguida, por ejemplo, por la sentencia del JM nº 1 de Lleida de 17 de noviembre de 2008, en el sentido de considerar al CMOF y su confirmación como un concierto sometido a una condición suspensiva: los efectos jurídicos del contrato se dilatan en el tiempo y quedan sometidos al albur de la evolución de los tipos de interés de referencia y de si éstos se encuentra por encima o por debajo de un límite concreto, procediéndose, en el momento de la liquidación, a la compensación de los diferenciales.

El cumplimiento de la condición suspensiva tiene lugar en el preciso instante en que una de las partes procede a la reclamación de los flujos de pago; y, mientras ello no se produce, el crédito tiene la calificación concursal de contingente y sin cuantía propia, de acuerdo con el artículo 87.3 LC. Acaecida la condición suspensiva, el crédito

adquiere entidad económica propia, pero en forma alguna se debe considerar como post-concursal, lo que impide a fortiori que pueda calificársele como crédito contra la masa, sino más bien como subordinado.<sup>293</sup>

#### **2.5.5. Distintos supuestos sobre la compensación contractual**

Se ha venido discutiendo cuál deba ser el tratamiento que se deba dispensar en el marco de un procedimiento concursal a los acuerdos de compensación contractual, entendiendo por tales aquellos que tienen por única finalidad, legalmente reconocida, reducir todas las operaciones a una única obligación, cuyo importe viene determinado por el saldo neto de todas ellas. A estos efectos y desde ciertos ámbitos se ha propugnado la consideración de que, contrariamente a lo que pretende la Ley Concursal, declarado el concurso vencen anticipadamente todas las operaciones financieras, se compensarían créditos y deudas derivados de ellas, computándose únicamente el saldo neto, de tal manera que el mismo de ser una deuda se incluiría en la lista de acreedores, en el supuesto de ser un crédito en el inventario.

Esta tesis vendría abonada, fundamentalmente, por la dicción del art. 16, apartado segundo, primer párrafo, del RDL 5/2005 y el art. 58 LC. Sin embargo, como consecuencia de la introducción de un segundo párrafo en el apartado segundo, del art. 16 del aludido RDL, por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, parece difícil que se pueda sostener que la declaración de concurso pueda de forma automática producir el vencimiento anticipado de las operaciones financieras, lo que parece que, a falta de resoluciones de tribunales superiores, se está consolidando como tesis más fundada.

En el supuesto más frecuente el Swap viene vinculado a otras operaciones de préstamo o crédito, normalmente en seno de contratos marco, donde se establece el régimen general a que deben sujetarse las concretas operaciones entre los contratantes. Regulándose, al mismo tiempo, un sistema de liquidación “close-out netting”, dirigido a la compensación de los saldos positivos y negativos resultantes de las operaciones de Swap ya concluidas y de las pendientes de conclusión. De modo que, la diferencia entre “contrato de Swap” y “operación de Swap” tiene consecuencias prácticas que se concretan en la posibilidad de compensar ciertos créditos, lo cual reviste indudable trascendencia en el ámbito concursal. Al mismo tiempo, y en relación a los efectos de

---

<sup>293</sup> <http://tasies.blogspot.com/2010/10/tratamiento-concursal-del-contrato-de.html>



los procedimientos concursales sobre los Swaps, en los contratos normativos más utilizados en la práctica se admitía la posibilidad de que los órganos concursales pudieran resolver, dentro de esos contratos marco, “operaciones puntuales de Swap” desfavorables, manteniendo únicamente las que consideraban beneficiosas. Por una parte, esta posibilidad de elección de los órganos concursales resultaba materialmente injusta; por otra, la liquidación mediante compensación una vez abierto el procedimiento concursal era fuente de conflicto en determinados sistemas jurídicos como el español. En este sentido, la Ley Concursal, haciéndose eco de la doctrina tradicional en la materia, establece la regla de prohibición de compensación (art. 58 LC), salvo que los requisitos legales exigidos para su eficacia concurren con anterioridad a la declaración de concurso.<sup>294</sup>

Así las cosas, declarado el concurso cabría diferenciar los siguientes supuestos:<sup>295</sup>

1º. Vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizadas en el marco del acuerdo de compensación anterior o por incumplimiento anterior a la declaración de concurso: en estos supuestos el saldo neto resultante habrá de ser clasificado necesariamente como un crédito concursal e incluirse en la lista de acreedores.

2º. Vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizadas en el marco del acuerdo de compensación con ocasión o con motivo de la declaración de concurso: en este caso la nota que lo caracteriza es que la resolución se produzca con ocasión de la declaración de concurso, aun cuando la decisión de la entidad de crédito sea posterior o se comunique después de la declaración del concurso, y no por un incumplimiento ni anterior ni posterior a la declaración. Por este motivo, parece que lo procedente sea clasificarlo como crédito concursal si el saldo neto resulta ser negativo para el concursado, no contra la masa. La aplicabilidad de esta causa de vencimiento anticipado es posible en virtud del carácter de legislación especial del RDL 5/2005, como lo autoriza el art. 63 LC.

3º. Vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizado en el marco del acuerdo de compensación por incumplimiento posterior a la declaración del concurso: al tratarse de un contrato de prestaciones recíprocas, requiere que las

---

<sup>294</sup> Sánchez Paredes, M.L.: “Los contratos de permuta financiera de intereses y de arrendamiento financiero en el concurso de acreedores (SJM 4 Barcelona 28-9-2009), Anuario de Derecho Concursal, Madrid, n.2, 2010, pg 406

<sup>295</sup> [www.diariouridico.com/opinion/instrumentos-financieros-confirmados-en-el-marco-de-un-acuerdo-de-compensacion-contractual-y-procedimiento-concursal.html](http://www.diariouridico.com/opinion/instrumentos-financieros-confirmados-en-el-marco-de-un-acuerdo-de-compensacion-contractual-y-procedimiento-concursal.html)

prestaciones que en su caso corresponda al concursado se satisfagan con cargo a la masa (art. 84.2.6° LC), y si se produce un incumplimiento posterior al concurso, la entidad de crédito podrá instar la resolución del contrato y la aplicación de las cláusulas de compensación previstas en el acuerdo marco, siendo el saldo neto resultante, y la indemnización de los daños y perjuicios derivados que pudieran imponerse, con cargo a la masa.

4°. Vencimiento anticipado de las operaciones financieras realizadas en el marco del acuerdo de compensación en interés del concurso: no cabe duda de que ni conceptual ni legalmente las normas de determinación del saldo neto no constituyen garantía de que el mismo sea un crédito contra la masa en el caso de la declaración del concurso.

Aclarado este extremo, la resolución en estos casos supondrá el vencimiento anticipado de todas las operaciones financieras y su compensación, debiendo corresponder a la administración concursal el deber de estudiar con detalle las mismas para instar su resolución cuando no hayan existido incumplimientos anteriores, ya que es muy posible que en estos casos se considere que el saldo neto, en caso de ser negativo para la con-cursada, se estime como crédito contra la masa.

En síntesis, el RDL 5/2005 viene a establecer un régimen especial aplicable en caso de insolvencia de una de las partes, en virtud del cual, si se cumplen una serie de requisitos establecidos en el mismo, la parte no insolvente podrá declarar el vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones financieras que estén amparadas por dicho acuerdo de compensación contractual y la apertura del procedimiento concursal no limitara, restringirá o afectara en forma alguna dicha declaración (art. 16.1 del RDL 5/2005).<sup>296</sup>

La Disposición Final Octava (DF8) de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, es una mera norma aclaratoria o interpretativa, su objetivo no es ni modificarla Ley Concursal, ni ampliar el régimen especial del RDL 5/2005, sino garantizar la adecuada coordinación entre ambas disposiciones legales a través de una remisión legal expresa que sancione la aplicabilidad de los arts. 61.2 y 62.4 al supuesto de los acuerdos que sigan en vigor una vez que alguna de las partes contratantes hubiera sido declarada en concurso. Es decir, la única finalidad de la DF8 es aclarar que, en caso de no hacer uso

---

<sup>296</sup> Fierro Domecq, P.: “Close-Out Netting de Contratos Marco de derivados bajo el Real Decreto-Ley 5/2005. Los efectos de la modificación al artículo 16.2 introducida por la disposición final 8ª de la Ley 16/2009, de 13 de Noviembre, de servicios de pago”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Madrid, n.6, 2010, pg 255

de la cláusula de vencimiento anticipado por la declaración de concurso de la contraparte, los acuerdos de compensación contractual contemplados en el RDL 5/2205 se someten al régimen general aplicable a cualquier otro contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento.<sup>297</sup>

Dos son las consecuencias de esto: 1) Si la parte no incura en la situación de insolvencia no hace uso de la cláusula de vencimiento anticipado y decide mantener la vigencia del acuerdo, al tratarse de un contrato con obligaciones recíprocas, la declaración de concurso por sí sola no afectará a su vigencia y las prestaciones a que este obligado el concursado se satisfarán con cargo a la masa. 2) El incumplimiento posterior a la declaración de concurso es causa de resolución del acuerdo de compensación: si pese a haber optado la parte no insolvente por el mantenimiento del acuerdo, se produce un nuevo supuesto de incumplimiento, se aplicará el régimen previsto por el art 62.4 de la Ley Concursal, que permite terminar el acuerdo de compensación contractual.

#### **2.5.6. Última reflexión**

La Ley Concursal en protección del interés del concurso, interés en la continuación de la empresa (art. 44 LC) y de la satisfacción de los acreedores concursales, permite alterar el régimen de resolución o cumplimiento de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes, que ya hemos visto que mantienen su vigencia (art. 61.2.1 LC) pero permite que la administración concursal (en caso de suspensión) o el propio concursado (en caso de intervención) pueden solicitar la resolución judicial del contrato si lo estiman conveniente al interés del concurso (art. 61.2.2 LC) o bien, podrá el juez acordar el cumplimiento del contrato en interés del concurso en caso de incumplimiento de cualquiera de las partes (art. 62.3 LC).

Si la entidad financiera no hace uso de la cláusula de resolución tras la declaración de concurso entiendo que, a pesar de que existen opiniones contrarias<sup>298</sup>, que nada impide que la administración concursal o el concursado puedan instar la resolución en interés del concurso (art. 61.2.2 LC). La remisión del RDL al 61.2.1 LC

---

<sup>297</sup> Fierro Domecq, P.: ob.cit. pg 257

<sup>298</sup> Uría Fernández, F.: “El Régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual: estado de la cuestión”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2010, pgs 59 y ss

no excluye el apartado 2º y en la medida que remite al régimen de los contratos recíprocos pendientes de cumplimiento también lo hará al régimen concursal de los mismos, máxime cuando esta resolución en interés del concurso no es contraria a lo dispuesto en el artículo 16 del RDL, cosa distinta sucederá con la posibilidad de mantenimiento del contrato del art. 62.3 de la Ley Concursal. Además el artículo 63 de la Ley Concursal, que reconoce expresamente la aplicación de las leyes especiales en las que se permite pactar la extinción de los contratos para el caso de declaración de concurso, tampoco excluye la posibilidad de resolución en interés del concurso para el caso que no se haga uso de esta facultad o el cumplimiento del mismo en caso de incumplimiento.

Caso distinto sucederá con la posibilidad de exigir el cumplimiento del artículo 62.3 de la Ley Concursal, en la medida que esta disposición sí entra en colisión con el artículo 16.1 del RDL que prevé que la declaración del vencimiento anticipado de las operaciones financieras no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal, por lo que si se hace uso de la cláusula de resolución anticipada prevista legalmente por incumplimiento del concursado, en tales casos, no se podrá acordar el cumplimiento aunque sea en interés del concurso porque el propio RDL, que es ley especial - DA segunda, 2, i) LC-, considera que en esos casos se debe resolver sin más las operaciones financieras incluso estando en un procedimiento concursal, no pudiendo obligar a la entidad financiera a asumir un riesgo excesivo. Pero en cambio cuando resolvemos en interés del concurso no aumentamos riesgo alguno para la entidad financiera sino que lo hacemos desaparecer tanto para ella como para el concurso y además la indemnización que corresponda en este caso se pagará con cargo a la masa (art. 61.2.2 in fine LC) lo que repara cualquier perjuicio que la resolución de la operación le haya podido causar. En todo caso el artículo 16 del RDL lo que está protegiendo son las operaciones financieras derivadas del contrato marco pero no se refiere a éste en concreto, por lo que nada impide que se pueda resolver éste en interés del concurso, lo que supone el vencimiento anticipado de todas las operaciones financieras y su compensación.<sup>299</sup>

---

<sup>299</sup>[www.elderecho.com/mercantil/contrato-permuta-financiera-dentro-concurso\\_11\\_186430001.html](http://www.elderecho.com/mercantil/contrato-permuta-financiera-dentro-concurso_11_186430001.html)



## PARTE TERCERA: NATURALEZA JURÍDICA

En esta tercera parte, el objeto de nuestro trabajo será traducir jurídicamente todo lo que hemos constatado en la observación económica y del régimen jurídico. Procederemos a la calificación del contrato de Swap e intentaremos dar una definición jurídica a un fenómeno económico que todavía está mal clasificado en derecho.

La cuestión de la naturaleza jurídica del contrato de Swap ha surgido tarde y la respuesta ha sido comprobada solamente de manera parcial. Las respuestas dadas, han sido demasiado genéricas para satisfacer al jurista. Este problema es causado fundamentalmente por tres fenómenos:

- Los Swaps han sido elaborados en un contexto legal anglosajón, donde el problema de la calificación e identificación del instituto jurídico no tiene importancia.
- No existe en los Estados Unidos ninguna categoría legal de contratos especiales que disponga de un conjunto de reglas cuya aplicación pueda modificar el régimen jurídico del instrumento.
- El régimen jurídico está determinado por la voluntad de las partes, tal y como se expresa en el contrato. El juez puede intervenir puntualmente para modificar ciertas disposiciones. Las reglas aplicables son un extracto del “Common Law”, son fácilmente adaptables, realistas y dejan una gran autonomía a los creadores de nuevos productos. Están creadas de forma empírica y sin preocupación de que tengan coherencia con las generales. Una vez elaborada la idea financiera, los juristas americanos han trabajado en la redacción de un contrato que defina el conjunto de las obligaciones de ambas partes, y, posteriormente las obligaciones fiscales, de las entidades bancarias y contables.

Otro fenómeno a tener en cuenta es el relativo a la calidad del origen de los Swaps, del cual al principio se han ocupado financieros y juristas privados. En España los primeros Swaps fueron concluidos gracias a la colaboración entre empresas y sus juristas, sin que el Estado y el legislador hayan participado en la elaboración del instrumento.

El control del Estado, sobre todo en temas legislativos, es un fenómeno de la sociedad actual<sup>300</sup>, también en un sector liberal como el derecho de los mercados

---

<sup>300</sup> Cohen-Tanugi, L.: *Le droit sans l'Etat*, Presse Universitaire de France, París, 1985, pg 202

financieros, el Estado es tradicionalmente uno de los autores esenciales. A través de las autoridades encargadas de controlar los mercados financieros y también por medio de las competencias de los administradores de hacienda pública, el Estado representa el origen de todo el desarrollo del sistema financiero. La organización del mercado, los certificados de depósito, encuentran aún fundamento en los textos de la ley; las opciones sobre los contratos a plazo, las opciones sobre las acciones, los índices de las obligaciones, están realizados fundamentalmente por los grandes bancos públicos o que anteriormente eran públicos, inspirados por los funcionarios de hacienda. Tienen entonces una base doctrinal que permite situarlos en un sector bien identificado del cuadro jurídico del sistema español.

Los Swaps derogan a ese proceso público, y por eso su análisis es mucho más complejo y aleatorio. Además los Swaps son instrumentos relativamente recientes en España, y el pensamiento teórico requiere tiempo y estabilidad del objeto y de sus análisis. La doctrina del derecho bancario y del derecho mercantil, constantemente ocupada por las recientes reformas, no se ha dedicado a esos tipos de instrumentos.

El deber del jurista es determinar el régimen jurídico aplicable y las características comunes, sintetizarlas, intentar reducir las diferencias entre Swaps y agruparlos en un número de elementos sencillos. Este proceso científico tiene como final evidenciar las características del contrato de Swap e insertarlo en el sistema normativo español. Así, con la calificación del contrato se podrá determinar el régimen aplicable.

### **3.1. La búsqueda de una definición de Swap**

Las definiciones son simbólicas y contradictorias y son relativas a las características de los Swaps. Examinaremos en primer lugar las definiciones propuestas por la doctrina y sus lagunas, antes de proponer una nueva definición basada en el análisis de las intenciones de las partes.

#### **3.1.1. Las definiciones propuestas por la doctrina**

Para demostrar la confusión existente, citaremos algunas de las definiciones más recientes. Dos primeras definiciones de la doctrina francesa:

- El acuerdo de Swap se analiza como un contrato de venta recíproco de divisas, que tiene como particularidad la inserción de una cláusula que prevé una obligación de recompra a plazo, de ambas monedas vendidas al contado. Se trata de dos ventas ligadas la una con la otra, pero inversas<sup>301</sup>.
- Contrato mediante el cual una de las partes acepta pagar a la otra un cierto importe de una divisa determinada a fechas predeterminadas y la otra acepta pagar unos importes de otra divisa, generalmente en las mismas fechas de vencimiento<sup>302</sup>.

En la misma línea Cano Rico, lo define como contrato en el cual las partes se responsabilizan frente a su contraparte de pagar las obligaciones previamente contraídas y determinadas por ésta, compensándose posteriormente sus diferencias.<sup>303</sup>

Muchos más autores españoles y en el Reino Unido, son los que consideran el Swap cómo un contrato de intercambio:

- Contrato de intercambio<sup>304 305</sup>
- “Give something in exchange for something else”, “act of Swapping, exchange”<sup>306</sup>
- El Swap es un contrato financiero al final del cual dos contrayentes aceptan intercambiar dos flujos financieros durante un cierto periodo.<sup>307</sup>

<sup>301</sup> Mattout, J.P.: "Opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises", Revue de Banque, n°46, enero del 1987, pg 34

<sup>302</sup> Roussel, M.: Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change, París, 1986, pg 155

<sup>303</sup> Cano Rico, J.R.: Manual práctico de contratación mercantil, t.II, Contratos bancarios, financieros y sobre títulos-valores. Madrid. Tecnos, 4ª ed., 1999, pg 375

<sup>304</sup> Giroux, P.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", 1986, para Francia a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 de octubre 1986, pgs 215 y ss, respuesta a la pregunta "¿cual es la definición jurídica que daría al contrato de Swap ?" para Francia a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 de octubre 1986

<sup>305</sup> De esta misma opinión son:

Manso Olivar, R.: *Los contratos de permuta financiera como coberturas del riesgo de interés*, Madrid, Universidad Europea- CESS (Estudios Europeos, 5), Madrid, 1996, pg 65

Díaz Ruiz, E.: “El contrato de Swap”, Revista de Estudios Bancarios y Bursátil, núm. 36 año IX (octubre-diciembre 1989), pg 739

Campo y Cervera, J.: “Las permutas financieras o Swaps” Boletín ICE Económico (25 febrero – 3 marzo 1991), pgs 663-664

Marí Salvador, J.: “Aproximación a la valoración de Swaps”, Actualidad Financiera (agosto 1996), pg 5  
Pérez de Arenaza, L.: “Swaps de tipos de interés y de divisas”, Actualidad Mercado Financiero, núm. 7 (julio 1994), pg 1

<sup>306</sup> Hornby A.S.: Oxford advanced learner's dictionary of current English, Chief editor, A.P. Cowie, word "Swap" Oxford, 1992

<sup>307</sup> Bank for International Settlements: "Recent innovations in international banking", abril 1986, pg 37



- Contrato entre dos partes, A y B, por el cual A y B se intercambian los importes de una divisa contra otra y aceptan devolver a la otra parte el importe de las divisas cambiadas después de un determinado periodo de tiempo<sup>308</sup>.

Otros autores, especialmente en España consideran el Swap como una permuta, o una permuta de tipo financiero:

- En España el vocablo Swap se traduce como permuta financiera.<sup>309</sup> Traducción que dificulta en primer lugar la comprensión del sentido con el cual la expresión Swap se usa en los ámbitos financieros y, en segundo lugar, alimenta la polémica de su calificación en el Derecho Civil, ya que la permuta es uno de los “nomen iuris” que designa uno de los contratos típicos regulados en ellos.<sup>310</sup> Sin embargo, el término permuta financiera parece ser la mejor definición abreviada del Swap.
- Los Swaps son transacciones financieras entre interesados que intercambian sus obligaciones financieras durante un periodo específico de tiempo. “Es una permuta de endeudamiento entre diversos organismos o empresas durante un plazo determinado con la futura suposición de verse favorecidos con el trueque”.
- “Un Swap, o permuta financiera, es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras. Normalmente los intercambios de dinero futuros están referenciados a tipos de interés, llamándose IRS (Interest Rate Swap) aunque de forma más genérica se puede considerar un Swap cualquier intercambio futuro de bienes o servicios (entre ellos el dinero) referenciado a cualquier variable observable. Un Swap se considera un instrumento derivado”<sup>311</sup>.

<sup>308</sup> Bloxham, P.: “Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change”, 1986, respuesta a la pregunta “¿cual es la definición jurídica que daría al contrato de Swap ?” para el Reino Unido a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 octubre 1986, pgs 215 y ss

<sup>309</sup> Dirección iniciada en el Art. 13.1.18. d) del Real Decreto 2028/85, de 30 de octubre, del Reglamento del impuesto del Valor Añadido, y finalmente consagrada en la redacción del Art. 2 de la Ley 24/88, según la reforma introducida en el Art. 1 de la Ley 37/98. De hecho el término Swap ha sido usado en la Circular 993/88, de 13 diciembre, de la Dirección General de Aduanas e Impuestos Especiales, sobre valoración de mercancías importadas, Anexo III, Textos del Comité Técnico de Valoración de Aduana,

<sup>310</sup> Dificultades agravadas por el hecho de que, como Díaz Ruiz, E.: *Contratos sobre Tipos de interés a Plazo (FRAs) y Futuros Financieros sobre Intereses*, Civitas, Madrid, 1993, pg 69, destaca: “ Los contratos de Swap no están regulados, al menos en lo que se refiere a su contenido contractual, en norma alguna, y ello ocurre no-solo en el ordenamiento español, sino tampoco en los ordenamientos jurídicos de los países de nuestro entorno, tanto del sistema latino como anglosajón”.

<sup>311</sup> [http://es.wikipedia.org/wiki/Swap\\_\(finanzas\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Swap_(finanzas))

- Podríamos definir el Swap como aquel contrato por virtud del cual dos partes se obligan recíprocamente a efectuarse pagos conforme a las reglas y plazos contractualmente determinados.<sup>312</sup>
- La permuta financiera que tiene por objeto tipos de interés, podríamos entender por tal a aquel contrato en virtud del cual dos partes se obligan recíprocamente a realizarse pagos en la misma moneda y tomando como referencia un mismo principal, que opera con carácter meramente nocional, pero aplicando cada parte a su obligación de pago un distinto tipo de referencia.<sup>313</sup>
- Según Sergio Zamorano Roldan el Swap es “un contrato bilateral en virtud del cual cada una de las partes se obliga a entregar a la otra, en los términos pactados, sumas de dinero determinadas o determinables según parámetros objetivos, y calculadas sobre un capital de referencia invariable”.

En el seno de los Swaps se negocia con las divisas, los tipos de interés y los índices bursátiles.<sup>314</sup>

- El Swap o permuta financiera corresponde a una operación financiera consistente en un acuerdo para realizar una transacción de flujos de pago en el tiempo, derivadas de un intercambio de deudas o de tipos de interés, en una o varias divisas, donde quedan fijadas con anterioridad las condiciones relativas tanto de los pagos por intereses como de la amortización del principal.<sup>315</sup>
- La permuta financiera es un intercambio de rendimientos en una divisa, o rendimientos y principales en dos divisas distintas. Así, podemos realizar una primera clasificación en permutas financieras de tipo de interés; de interés y divisa; y simplemente, de divisas. Es claro que el intercambio de principales carece de sentido en las permutas en una sola divisa, y su supresión no hace sino añadir seguridad al tráfico mercantil al reducir los riesgos de crédito y la liquidación de la operación.<sup>316</sup>

En este mismo sentido se mueve la literatura anglosajona:

---

<sup>312</sup> Vega Vega, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002, pgs 47-48

<sup>313</sup> Canle, J.I.: “Concurso de acreedores y Swap de tipos de interes”, *Anuario de Derecho Concursal*, Aranzadi, Enero-Abril, 2011, pg 353

<sup>314</sup> Sanchez Fdez. De Valderrama, J. L.: “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros opciones, futuros, Swaps”, Madrid 1993, pg 27

<sup>315</sup> Sanchez Fdez. De Valderrama, J. L.: ob.cit., pg 227

<sup>316</sup> Manso Olivar, R.: *Los contratos de permuta financiera como coberturas del riesgo de interés*, Universidad Europea- CESS (Estudios Europeos, 5), Madrid, 1996, pg 65

- El término Swap puede traducirse como permuta, aunque no es la única palabra inglesa referida al intercambio de una cosa por otra. De hecho, el Diccionario de Oxford define el Swap o “Swop” como un "exchange by barter". Los vocablos barter y exchange son tratados como sinónimos, a pesar que el término Exchange tiene otros significados, por ejemplo cambio de una moneda por otra.
- La literatura jurídica anglosajona no ha acogido en su seno el Swap hasta tiempos recientes. El "Law and West's Commercial Dictionary, in five languages"<sup>317</sup> define el Swap: "a transaction in which one piece of property, usually something other than money or its equivalent, is given in return for another piece of property. A simultaneous exchange of one thing for another, as in a purchase or sale of foreign exchange at the same time as a covering transaction by the sale or purchase of spot currency". Por lo tanto, no se diferencia el Swap ni del exchange, ni del barter. Y al traducirse al alemán (Swapgeschäft), al italiano (operazione a termine con contropartite), al francés (operation liée)<sup>318</sup> y al castellano (operación de intercambio), se emplean términos de gran vaguedad para evitar problemas de calificación.
- El "Black's Law Dictionary"<sup>319</sup> define el Swap: "The exchange of one security for another. A Swap may be executed to change the maturities of a Bond portfolio or the quality of the issues in a share or Bond portfolio, or because investment objectives have shifted. Swap agreements are used by corporations and financial institutions to hedge against changes in interest and foreign exchange rates”.

Otros autores hablan de trueque:

- Es un mero trueque o transacción en la cual dos partes contratantes acuerdan intercambiar extremos de pago en el tiempo<sup>320</sup>. Se trata de un mero trueque económico, es decir intercambio de obligaciones económicas o productos financieros.<sup>321</sup>

---

<sup>317</sup> Publicado por West Publishing Company, St. Paul, Minnesota, 1985

<sup>318</sup> Boulart, P.A., Chabert, P.Y.: "Les Swaps: Technique contractuelle et régime juridique", Masson, París, 1992, pgs 69-70

<sup>319</sup> Joseph, R.: *Black's Law Dictionary: definitions of the terms and phrases of American and English jurisprudence ancient and modern*, St. Paul, Minn: West, 1990

<sup>320</sup> Font Vilalta, M.: “Nuevas técnicas financieras: Operaciones Swaps”, *Esic Market*, núm. 55 (enero-febrero 1987), pgs 152-174

<sup>321</sup> Maloy, P.: “Origins and development of the Swaps Market (Definitions and types of Swaps)”, *Las operaciones Swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*. Instituto de Empresa, Madrid, 1985, pg 17

Otros autores proporcionan definiciones mas competas y hablan de contratos bilaterales:

- El Swap es un contrato bilateral en virtud del cual cada una de las partes se obliga a entregar a la otra, en los términos pactados, sumas de dinero determinadas o determinables según unos parámetros objetivos, y calculadas sobre un capital de referencia invariable. Cantidades que funcionalmente dependen de las que cada parte debe, a su vez, a un tercero (deuda jurídicamente independiente del Swap), o eventualmente derivada de créditos de las respectivas partes (y en este supuesto no existen deudas con terceros que motivan la conclusión del Swap).<sup>322</sup> En un contrato de Swap las partes se intercambian pagos. Básicamente, el núcleo de este contrato consiste en los intercambios de flujos de dinero.<sup>323</sup> Es necesario destacar, como idea principal, que las partes no se refieren a un único intercambio, sino a varios. Si se realizara un solo intercambio, estaríamos dentro del campo conceptual de una figura jurídica diferente, calificándola como innovación financiera, pero distinta del Swap: el FRA (forward rate agreement).<sup>324 325</sup>
- En un sentido genérico del término<sup>326</sup>, un contrato de Swap es un acuerdo de cambio de compra al contado y de una venta a plazo paralela y simultánea de divisas así intercambiadas, el Swap no es ni una venta, ni un intercambio, porque por definición la acción del vendedor a favor del comprador, no puede ser realizado cuando existe la ejecución del contrato de intercambio. Es por eso que el contrato de intercambio tiene que ser interpretado como la promesa recíproca de cada una de las partes a proveer a la otra un crédito en una determinada divisa. Los términos venta, compra e intercambio están utilizados

---

<sup>322</sup> Otra definición la encontramos en Vega Vega, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002, pgs 47-48

<sup>323</sup> Hay autores, que opinan que en el Swap las partes se intercambian riesgos.

<sup>324</sup> Sobre esta figura volveremos posteriormente en el apartado dedicado al domestic currency Swap. Se podrían confundir el Swap de intereses y el FRA si no se determinan las prestaciones que las partes de un Swap están obligadas a realizar. Ontivieros, Berges, Manzano y Valero afirman que un FRA es el pacto entre dos partes sobre el tipo de interés a aplicar a un depósito en una fecha futura. Así, un fra puede ser considerado un Swap de tipo de interés que se ha de cumplir solamente en un periodo de devengo de intereses (en el mismo sentido Agostinelli: "Le operazioni di Swap e la struttura contrattuale sottostante", en BBTC, enero/febrero 1997, pg 115 y Usmen, N.: "Currency Swaps, financial arbitrage and default risk", en Financial Management, vol 23 núm 2, 1994, pgs 47 y ss

<sup>325</sup> Zamorano Roldan, S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2003, pg 64

<sup>326</sup> Dohm, J.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", 1986, para Suiza a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 octubre 1986, pgs 215 y ss, respuesta a la pregunta "¿cual es la definición jurídica que daría al contrato de Swap ?" para Suiza a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 octubre 1986

en la práctica, pero no hay que entenderlo en su significado jurídico. Entonces no hay que aplicar las reglas de la venta y del intercambio.

- El contrato por el cual las partes tienen la obligación recíproca de pago, pero el importe es determinado sobre la base de parámetros distintos.<sup>327</sup>

Hay también definiciones, más específicas que evidencian la existencia de confusión que existe dentro de Swaps de tipos de interés, Swaps de divisas y los mixtos:

- En un Swap de divisas, dos partes aceptan cambiarse activos y pasivos emitidos en diferentes divisas, el valor neto de estos importes es igual al día de la conclusión del contrato. Los Swap pueden definirse como convenciones que se traducen económicamente en un intercambio de obligaciones, de pagos que son determinados en divisas diferentes, aunque varíen sus importes. Jurídicamente un contrato de Swap es independiente del acuerdo financiero suscrito. El término intercambio de obligaciones de pago es válido sólo económicamente, puesto que jurídicamente no hay subrogación tendente a sustituir al deudor inicial.<sup>328</sup>
- Los Swaps de dos tipos de interés permiten a dos partes endeudadas en la misma moneda, pero a diferentes tipos – uno fijo y otro variable – intercambiar, por medio de ingresos periódicos recíprocos, los intereses y las deudas recíprocas<sup>329</sup>.
- Los Swaps sobre tipos de interés son operaciones mediante las cuales dos o más partes intercambian cargos financieros de su endeudamiento respectivo, bien en la misma moneda con características de tipos diferentes, bien en dos monedas o sin las mismas características de los tipos.<sup>330</sup>
- Un Swap corresponde a la compra de una divisa al contado y a su reventa simultánea a plazo; es el intercambio de ventaja que tiene una parte, contra una ventaja de la misma naturaleza pero sobre otro mercado<sup>331</sup>, esta definición mira los Swaps de tipos de interés combinados con los Swaps de divisas.

---

<sup>327</sup> Caputo Nassetti, F. y Rossi, A.: "Profili giuridici del mercato degli Swaps di interessi e di divise in Italia", en BBTC, vol I, num 59, 1993, pg 125

<sup>328</sup> Riedinger, T.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", 1986, pg 215 y ss, respuesta a la pregunta "¿cual es la definición jurídica que daría al contrato de Swap?"

para Alemania a la Chambre du commerce international de París, il 2 y 3 octobre 1986

<sup>329</sup> Boulart P.A.: "L'article 8 de la Loi du 11 Juillet 1985 légalisant les marchés à terme sur taux d'intérêts, ou la confusion érigée en principe législatif", comentario legislativo, París, 1985, pgs 89

<sup>330</sup> Paget, B.: "Le Swap d'intérêt comme outil de gestion du passif des entreprises", Revue Banque n°461, mayo 1986, pg 473

<sup>331</sup> Fiorucci, A.: presentación organizada por la oficina de formación y documentación internacional de los "Swaps" Hotel Lutetia Concorde, París, 11 marzo 1986.

- En un acuerdo de intercambio de tipos de interés o de divisas, cada una de las partes intenta colocar a la otra parte en su situación, y en sus derechos y deberes hacia terceros. El contrato consiste en un mutuo intercambio de posiciones económicas, manteniendo invariados en el plano jurídico las obligaciones hacia terceros.<sup>332</sup>
- Los Swaps sobre tipos de interés y los Swaps sobre divisas tienen como característica común poseer como obligación principal, el pago recíproco de importes monetarios.<sup>333</sup>
- “Lo Swap di divise è l’intento, perseguito dai contraenti, di dar vita vuoi all’iniziale scambio di due capitali equivalenti, denominati in due diverse unità monetarie e quantificati in base ad un prefissato tasso di cambio, vuoi all’ulteriore scambi di quei capitali che dovrà intervenire, ma a condizioni opposte, alla scadenza del contratto in base al tasso di cambio inizialmente utilizzato. Il medesimo tasso di cambio è altresì impiegato per al determinazione dei pagamenti periodicamente scambiati a titolo di interesse”.<sup>334</sup>
- “Lo Swap è una operazione di natura creditizia attraverso la quale i contraenti si impegnano a scambiarsi, lungo un arco di tempo di durata pluriennale, due serie di pagamenti periodici. L’operazione è definita “Swap di tassi di interesse” se i contraenti assumono l’impegno di scambiarsi due serie di pagamenti i cui rispettivi termini, denominati in una medesima unità monetaria, sono qualificati calcolando gli interessi che – attraverso l’applicazione di due diversi tassi o, che dir si voglia, attraverso due diversi metodi di calcolo – periodicamente maturerebbero su di un capitale figurativo di riferimento che non forma giammai oggetto di scambio tra i contraenti”.<sup>335</sup>
- El Banco de Italia nos da la siguiente definición de Swaps : “operazioni in cui due parti si impegnano a scambiarsi due serie di pagamenti...”, por los Swaps de tipos de interés: “ ... le parti si scambiano due serie di pagamenti di interessi, basate su due differenti metodi di calcolo (ad esempio : una serie a tasso fisso e

<sup>332</sup> Banque Nationale de Belgique: "Les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises", Conferencia organizada por la asociación Luxemburguesa de los juristas bancarios 25 y 26 de septiembre del 1985 en Luxemburgo, pg 15

<sup>333</sup> Padberg, J.C.: " Swaps under Dutch law", “Les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises”, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el “Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo

<sup>334</sup> Cirillo, A.: Nifs, Swaps ed Options Operazioni bancarie innovative, Cedam, Padua, 1990, pg 85

<sup>335</sup> Cirillo, A.: ob.cit , pg 85

l'altra al LIBOR)...” y por los Swaps de divisas “... le parti si scambiano due serie di pagamenti, denominati in differenti valute, corrispondenti a flussi di interessi e a volte anche all’ammortamento del capitale”.<sup>336</sup>

- El Grupo de Estudio compuesto por los expertos de los Bancos Centrales da la siguiente definición de “Currency Swap”: el contrato por el cual las dos partes “...exchange specific ammounts of two different currencies at the outset and repay over time according a predetermined rule which reflects both interests payments and amortisation of principal. Normally fixed rates are used in each currency. In some case there is no exchange of principal amount initially, and in others no at maturity either”.<sup>337</sup>
- Un Swap de tipo de interés es un contrato en el que las partes acuerdan intercambiar, durante un periodo de tiempo determinado, un conjunto de flujos monetarios denominados en la misma divisa y calculados sobre un mismo importe nominal, pero utilizando diferentes referencias de tipo de interés (fijo / variable, variable / variable).<sup>338</sup>
- El llamado “Coupon Swap” es un contrato en el que una de las partes paga un conjunto de flujos monetarios calculados con un tipo fijo, acordado en el contrato, y la otra parte paga un conjunto de flujos monetarios calculados en cada fecha, con el tipo de mercado existente (Euribor). En el “Basis Swap”, al contrario, los flujos monetarios se calculan sobre el tipo de mercado en cada fecha de intercambio, pero utilizando índices diferentes. Por ejemplo un flujo calculado con el Euribor a 12 meses y el otro calculado con el Euribor a 6 meses.<sup>339</sup>

Muchas de estas definiciones son criticables, porque no definen el Swap propiamente, sino que describe los efectos prácticos del mismo.

Estas múltiples definiciones “jurídicas” de los Swaps constituyen la doctrina, pero no hacen nada más que resaltar la confusión que reina sobre el argumento. Cada autor intenta aportar elementos para constituir algo teórico, pero la particularidad del concepto no ha alcanzado niveles que puedan considerarse satisfactorios.

---

<sup>336</sup> Cirillo, A.: ob.cit , pg 85

<sup>337</sup> Cirillo, A.: ob.cit , pg 85

<sup>338</sup> Covadonga Rodriguez, B.: “El sistema financiero Español: mercados, sistemas de compensación y liquidación, supervisión”, Madrid, febrero 2004, pg 233

<sup>339</sup> Covadonga Rodriguez, B.: ob.cit., pg 234

Estas definiciones se contradicen sobre numerosos puntos y parecen profundamente incompatibles para encontrar una línea común. Unas establecen distinciones entre Swap sobre divisas y Swap sobre tipos de interés, mientras que otras buscan una definición global y genérica, otras hacen más distinciones a medida que el Swap hace referencia a los tipos de interés o divisas, o bien al capital o al capital más el interés, o según se trate de un Swap sencillo o de un Swap combinado de divisas y de tipos de interés. Hay autores que analizan los Swaps, separándolos en elementos sencillos para acercarlos otra vez y compararlos a contratos especiales ya existentes (contratos de intercambio, de obligación recíproca, etc.). Otros autores resaltan la definición económica, la cual no hay que confundir con la definición jurídica. Mientras que otros creen que el objeto del Swap varía según el producto de referencia sobre el cual se ha estipulado un contrato de Swap.

Si la realidad de la práctica de los Swaps es compleja, las tentativas de dar un concepto jurídico al tema lo es aún más. Intentaremos poner punto y final a la incertidumbre y a las contradicciones dando una definición genérica y utilizable para profundizar en una reflexión jurídica. Dar una definición de los Swaps comporta algunas elecciones que justificaremos paso a paso exponiendo nuestro razonamiento en estas páginas.

### **3.1.2. La búsqueda de una definición a través del examen de las intenciones de las partes.**

La búsqueda de una definición es la primera etapa indispensable para individualizar el carácter del contrato de Swap. Intentaremos adoptar el mismo procedimiento que seguiría un juez que tuviera que enfrentarse a un caso de obligaciones previstas en el contrato. El juez, al frente de un caso sobre Swap, cuestionaría la calificación y consecuentemente, las características del contrato para conocer que tipo de régimen jurídico aplicarle. Lo haría también en el caso en que las partes se hubieran puesto realmente de acuerdo sobre los términos del contrato y no hubiera conflicto sobre el tema; también si las partes estuvieran totalmente de acuerdo sobre el resultado concreto del contrato, es importante dicha identificación de la calificación, de hecho si las partes tuviesen una idea aunque impropia a la calificación jurídica del contrato – por ejemplo, si las partes llamasen intercambio lo que se considera una simple obligación de pago - es deber del juez rectificar la calificación



errónea y si no lo hace, el Tribunal Supremo, tendrá el derecho de hacerlo en su lugar.<sup>340</sup>

Observando los Códigos Civiles de los países confinantes, se encuentran elementos que nos ayudan a entender mejor la tipología de estos contratos.

El Código Civil francés, por ejemplo, tiene los elementos que clarifican la interpretación de los contratos, Art. 1156 y 1164.<sup>341</sup>

El artículo 1156 dice: “En los acuerdos es necesario buscar cual ha sido la común intención de las partes contratantes, antes de analizar el sentido literal de los términos”. Las reglas de interpretación previstas por el Código Civil no tienen carácter imperativo y se presentan como recomendaciones, facilitando así el trabajo de los juristas. Es el juez quien debe investigar a través de todos sus medios, cual fue el pensamiento real que impulsó a las partes a contratar. Se puede decir que las partes hayan hecho tácitamente referencia a los usos y costumbres (Art. 1159 y 1160 C.c.) y eso es un último elemento para entender la voluntad real de las partes.<sup>342</sup>

En España, dos principales problemas suscitan la interpretación de los contratos:<sup>343</sup>

a) Si deben los Códigos formular reglas de interpretación o deben abandonar esta materia a la doctrina y arbitrio judicial – es una cuestión bastante dudosa. Parece, en principio, que la interpretación no debe ser reducida a una serie de preceptos estereotipados que han de ser o arbitrarios e injustos o tan vagos que nada resuelvan.

b) En uno u otro caso, ¿cuál es el criterio que debe presidir dicha interpretación? Luchan en este punto dos escuelas: la clásica o de la autonomía de la voluntad, de marcado carácter subjetivista, según la cual la interpretación debe consistir en investigar la común intención de las partes, y la moderna u objetivista, de Schlossmann, Bülow y Danz, según la cual el Juez debe inspirarse no en esa supuesta común intención de las partes que, generalmente, no existe, pues los intereses y la intención de los contratantes son opuestos, sino en el significado normal y usual de sus declaraciones de voluntad. Danz afirma que hay que estar a ver “qué sentido atribuye el comercio jurídico a ese modo de conducirse”, el fin económico al que aspiran los hombres.

---

<sup>340</sup> Weill, A.: *Droit Civil, Les Obligations*, 3ème édition, Dalloz, París, 1986 pg 367 y 371

<sup>341</sup> Boyer, A.: *Encyclopedie Dalloz*, 2a edición a ver "Contratos y convenciones", París, 1996, pg 204 y ss

<sup>342</sup> El dogma de la autonomía de la voluntad ha sido a multiples criticas: Guignot: *Le principe de l'autonomie de la volonté en droit privé; contribution à l'étude critique de individualisme juridique*, Tesis Dijon, 1912, pg 55

<sup>343</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

El Código alemán parece inspirarse en la teoría que puede llamarse moderna. Pero otros, como el mejicano y el italiano, se fundan en el criterio subjetivista.

El derecho español se basa en la doctrina de la interpretación basada en la “intención de los contratantes”.

El Código dedica nueve artículos a la interpretación de los contratos, con reglas que son fruto de la experiencia y de la práctica interpretativa de los Tribunales. Aunque todo contrato ha de ser objeto de una interpretación unitaria, dirigida a poner en claro cuál ha sido la verdadera intención de los contratantes, las reglas del Código ofrecen criterios interpretativos en relación con los casos de duda más frecuentes.

Tales reglas las podemos sistematizar de la forma siguiente:<sup>344</sup>

a) Reglas dedicadas a averiguar la intención a través de las palabras, términos o palabras claras y de sentido indudable: el artículo 1281, párrafo 1º, dispone: “Si los términos de un contrato son claros y no dejan duda sobre la intención de los contratantes se estará al sentido literal de sus cláusulas”. Términos o palabras contrarios a la intención: el párrafo 2º del artículo 1281 dice que: “Si las palabras parecieran contrarias a la intención evidente de los contratantes, prevalecerá esta sobre aquéllas”.

El artículo siguiente, el 1282, establece donde hay que buscar la intención evidente de los contratantes al decir que: “para juzgar de la intención de los contratantes, deberá atenderse, principalmente, a los actos de éstos, coetáneos y posteriores al contrato”. La doctrina entiendo en línea con la jurisprudencia del Tribunal Supremo, que aunque este precepto se refiere sólo a los actos coetáneos y posteriores al contrato, no pueden descartarse los actos anteriores pues tal precepto tiene carácter demostrativo y no taxativo como lo demuestra el adverbio “principalmente”.

Las dudas pueden resultar por el hecho de haberse usado en el contrato términos generales o palabras que pueden tener distintas acepciones. El Código ha previsto estas posibles dificultades en los artículos 1283 y 1286. Según el primero: “Cualquiera que sea la generalidad de los términos de un contrato, no deberán entenderse comprendidos en él cosas distintas y casos diferentes de aquellos sobre que los interesados se propusieron contratar”.

Por lo que se refiere a las palabras que pueden tener distintas acepciones, el artículo 1286 dispone que “serán entendidas en aquella que sea más conforme a la

---

<sup>344</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

naturaleza y objeto del contrato”. Por supuesto que la regla es de elemental sentido y que si no estuviera en el Código se aplicará igualmente en la práctica.

b) Reglas dedicadas a la interpretación de las cláusulas, las cláusulas contractuales pueden suscitar problemas por admitir diversos sentidos, por ofrecer dudas en su contenido, por ser ambiguas o por ser oscuras. El Código Civil dedica a tales extremos las siguientes reglas: cláusulas con diversos sentidos, según el artículo 1284: “Si alguna cláusula de los contratos admitiera diversos sentidos, deberá entenderse en el más adecuado para que produzca efecto”. El artículo 1285 dispone que: “Las cláusulas de los contratos deberán interpretarse las unas por las otras, atribuyendo a las dudosas el sentido que resulte del conjunto de todas”.

Dispone el artículo 1287 que “el uso o la costumbre del país se tendrán en cuenta para interpretar las ambigüedades de los contratos, supliendo en éstos la omisión de cláusulas que de ordinario suelen establecerse”. El uso interpretativo significa dar a la declaración dudosa o ambigua el sentido que el tráfico del país atribuye a la misma, y su fundamento se halla en la simple presunción de que las partes quisieron ajustar sus declaraciones de voluntad a lo que en el tráfico se practica habitualmente. Los usos a tener en cuenta por el intérprete son los del país. Los usos interpretativos recogidos en el artículo 1287 han de ser probados para su relevancia.

Cláusulas oscuras, el artículo 1288 dispone que: “la interpretación de las cláusulas oscuras de un contrato no deberá favorecer a la parte que hubiese ocasionado la oscuridad”. La aplicación de este precepto exige, como señala la doctrina dos condiciones: oscuridad manifiesta del contrato y que sea imputable a una sola parte. Esta regla tiene su más adecuada y frecuente aplicación en los casos en que el contrato ha sido redactado por una sola de las partes y la otra se ha limitado a adherirse.

c) Normas para cuando la interpretación no alcanza su objetivo, el Código dedica los dos párrafos del artículo 1289 a esta cuestión, distinguiendo según que las dudas insolubles se refieran a circunstancias accidentales del contrato o a su objeto principal. Si aquellas recaen sobre circunstancias accidentales del contrato y éste fuera gratuito, se resolverán en favor de la menor transmisión de derechos e intereses: si el contrato fuere oneroso, la duda se resolverá en favor de la mayor reciprocidad de intereses”. Añade su segundo párrafo: “Si las dudas de cuya resolución se trata en este artículo recayesen sobre el objeto principal del contrato...., el contrato será nulo”.

El principio de la buena fe en la interpretación de los contratos: no contiene el Código Civil en los preceptos que dedica a la interpretación de los contratos una alusión

expresa al principio de la buena fe. Existe una aplicación muy concreta de tal principio en el artículo 1288: “La interpretación de las cláusulas oscuras de un contrato no deberá favorecer a la parte que hubiera ocasionado la oscuridad”.

### **3.1.2.1. La intención de las partes en el contrato de Swap**

Procedemos entonces a la búsqueda de la intención de las partes. Antes de todo, hace falta determinar la importancia de la definición “voluntad de las partes”. Hemos notado, recordando las definiciones de los Swaps propuestas por la doctrina de distintos países, que unos distinguen entre la lógica económica y la lógica jurídica de estos contratos<sup>345</sup>. Los autores explican que los Swaps son intercambios de posiciones económicas, pero dan una traducción jurídica diferente de la de contrato de intercambio. Esta idea es particularmente interesante porque revela la influencia de dogmas de diferentes derechos sobre las modalidades y los pensamientos jurídicos, y las doctrinas italiana y francesa la explican como voluntad interior y voluntad manifiesta<sup>346</sup>. Sobre este punto hay una interesante oposición del derecho francés con el derecho alemán. El Derecho Civil francés está influenciado por las teorías sobre la voluntad de Domat y Pothier<sup>347</sup>, que dan más importancia a la voluntad interior, que a la expresa (Art. 1135 CC.). En Francia la voluntad interior siempre ha sido la más relevante. En el Código Alemán (B.G.B.), al contrario, la voluntad expresa prevalece, es decir, sólo la declaración pone a la voluntad el carácter objetivo, social, imprescindible para tener validez jurídica. Afirmer el predominio de la voluntad interior respecto a la manifiesta tiende a privilegiar la idea de libertad, mientras que la voluntad manifiesta corresponde a una afirmación de la responsabilidad de las partes y a una mayor seguridad jurídica. Los juristas del derecho alemán están acostumbrados a reconocer la validez de los contratos donde los términos no manifiestan necesariamente la voluntad real de las partes. En teoría, los Swap, según los juristas alemanes, son contratos mediante los cuales la voluntad de las partes es intercambiar económicamente flujos financieros, y el contrato se presenta como una simple obligación de pago hacia la otra parte, según la

---

<sup>345</sup> Definiciones propuestas por Dohm J para el derecho suizo y Riedinger, T. e Born, T. para el derecho alemán.

<sup>346</sup> Ghestin, J.: *Traité de Droit Civil, Les Obligations, Le Contrat: Formation*, 2a edición, París, 1980, pgs 278 y ss

<sup>347</sup> Ghestin, J.: *ob.cit.*, pgs 278 y ss

evolución de los tipos. Los juristas franceses no pueden aceptar tal definición, porque lo consideran como un contrato de intercambio.

Ambas teorías son criticables, hay que interpretar los contratos según las voluntades, por un lado en la teoría alemana la lógica económica corresponde a la real intención de las partes y no puede encontrar una expresión jurídica equivalente, hay que considerar la operación económica de forma que puedan obtenerse idénticos resultados pero con naturaleza diferente, así la operación económica de intercambio es al final una obligación de pago. En la doctrina francesa, la voluntad real de las partes de intercambiar flujos financieros o ventajas sobre mercados distintos, considera que la traducción jurídica de esa voluntad será un contrato de intercambio; los efectos podrían ser diferentes: el contrato de intercambio podría no corresponder con el fin económico deseado por las partes.

En la doctrina española, la esfera del Derecho voluntario (regido por el principio de autonomía de la voluntad), tiene sus límites naturales: principalmente en cuanto a la materia del contrato están proclamados en el artículo 1255 del Código Civil, al decir que “los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público”. En el Código Civil hay abundancia de normas que ponen límites a la libertad de contratación, todavía hay más limitaciones de carácter concreto y específico impuestas por el respeto a los cánones morales en los artículos 1102, 1459, 1859 y 1885. Por otro lado es de significar que el dogma de la autonomía de la voluntad ha sufrido en los últimos tiempos importantes restricciones, derivadas de la aparición de los contratos en masa o contratos marco, impuestos a sus clientes por grandes empresas o bancos.<sup>348</sup>

Para intentar llegar a una conclusión: no hay que confrontar las explicaciones económicas y jurídicas de la operación de Swap; sería como negar que el derecho pueda explicar fenómenos económicos y viceversa. La coincidencia entre voluntad real y voluntad declarada por las partes en el contrato parece un elemento fundamental para el jurista, ésta garantiza la libertad de las partes y la seguridad de la operación; claro que también la buena fe es una fuente de confianza entre las partes.

Intentaremos buscar una definición cuyos términos expliquen la operación económica y sus significados en derecho. Pondremos en evidencia, al principio, la

---

<sup>348</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 42-4

intención económica de las partes y luego formularemos los términos jurídicos de esta voluntad.

Las partes estipulan un contrato de Swap por diferentes motivos relacionados con sus actividades. Hay dos tipos de participantes en el mercado de los Swaps; los usuarios finales y los intermediarios. Los usuarios finales utilizan los Swaps por tres principales razones: realizar economías, reestructurar un activo o un pasivo financiero y/o especular.

La primera de las razones, la realización de una economía es la consecuencia de una operación clásica en finanzas: el arbitraje. El arbitraje más interesante es el de la firma, es decir, sobre empresas, más frecuente sobre obligaciones emitidas por las empresas. En este caso las partes tienen un acuerdo mediante el cual se obligan a estipular un préstamo en el mercado y trasladar recíprocamente los importes destinados a reembolsos. La idea de Swap es la de aprovechar las condiciones de endeudamiento de dos partes permitiendo obtener un coste global de endeudamiento inferior al que se podría obtener con dos endeudamientos separados; siendo el beneficio global del arbitraje la diferencia entre las dos alternativas. El beneficio global de la operación, bien sobre tipos, bien sobre divisas se puede cuantificar objetivamente por adelantado.

Un segundo tipo de arbitraje se puede hacer sobre el mercado. Mediante el contrato de Swap, se pueden transformar los tipos de intereses y las divisas de un pasivo financiero en cualquier otro pasivo que pueda ser más interesante. Entonces el fin buscado es el de saber cuál es el mercado óptimo para endeudarse, cuál será el mercado donde encontremos las condiciones más favorables, el Swapista busca optimizar la operación (¿mejor endeudarse en el mercado americano, europeo o japonés?). Cada uno de los mercados tiene evolución propia, independiente de las políticas monetarias y económicas de los bancos centrales y siendo posible conseguir de esas evoluciones ventajas transitorias en un instante determinado. La ventaja siempre se puede medir objetivamente con antelación. Las operaciones de arbitraje entre mercados, son innumerables, y gracias a este continuo arbitraje se evitan diferencias demasiado importantes entre tipos que tendrían consecuencias económicas graves, contribuyendo así a la integración financiera internacional.

El motivo por el cual las partes entran en una operación de Swap de arbitraje es el de obtener un beneficio inmediato y fácilmente cuantificable conexo a la exportación inteligente de los diferenciales de todos los tipos existentes en los mercados financieros.

La segunda de las razones de los Swaps es reestructurar un pasivo o un activo financiero. La idea es cubrir un riesgo financiero. La lógica es totalmente diferente a la anteriormente explicada, porque la búsqueda de un beneficio no está fundada sobre un examen inmediato de las condiciones de mercado, sino sobre un anticipo razonado de su evolución. La búsqueda del beneficio inmediato se cambia por la búsqueda de la ausencia de pérdidas futuras. Los Swaps están en este caso en competencia con otros instrumentos financieros, en particular con “opciones” y contratos a plazo. La elección entre estos diferentes instrumentos depende también de la naturaleza del activo o del pasivo financiero a cubrir y de la visión del operador. Cuanto más grande es la sensación de incertidumbre, el operador más se dirigirá hacia soluciones más onerosas como las opciones. La cobertura de riesgos vinculada a los tipos de cambio se hace mediante opciones o Swaps, mientras que la protección contra la evolución únicamente de los tipos de intereses se cuida con más facilidad sobre el mercado de los “futuros”. Los Swaps se pueden utilizar como cobertura, pero también como diversificación (por ejemplo, repartir entre tipo fijo y variable o para repartir entre diferentes divisas de una cartera de actividades y pasividades financieras).

Además la cobertura se puede efectuar a través de los Swaps complejos e híbridos. Los Swaps derivan de un número siempre más creciente de instrumentos financieros (Swaps sobre comercial paper, sobre warrants, sobre obligaciones a cero-cupón) y se adaptan cada vez más a las operaciones comerciales o industriales que tienen que cubrir (Swaps diferidos, amortizables, “Drawdown Swaps”), y también se pueden realizar, como forma de opciones de Swaps.

Por último, la tercera razón del Swapista es la especulación. Si los Swaps permiten tomar decisiones sobre el futuro con el objetivo de cubrir riesgos, igualmente pueden utilizar las anticipaciones de gestión de una cartera de activos y pasivos basada sobre el riesgo. De tal manera que el anticipo no tiene el fin de evitar pérdidas futuras, sino realizar beneficios. Las estructuras de los Swaps que hemos considerado son las mismas que por el arbitraje y por la cobertura.

Otra técnica de especulación se compone de dos Swaps sucesivos para beneficiarse de la evolución prevista en el mercado, el primer Swap sirve para coger la posición en el mercado, y el segundo para recoger el beneficio (“profit lock in”).

Estas tres grandes razones (arbitraje, cobertura y especulación) son los objetivos más comunes y más frecuentes de la estipulación del contrato de Swap<sup>349</sup>. Los motivos que pueden llevar a concluir un Swap también pueden ser:

- Una empresa que necesite una financiación en un país extranjero, y encontrándose sin el capital necesario, o que no encuentre los vencimientos adecuados o la duración necesaria, o que la financiación tenga un coste elevado; el Swap es el instrumento que permite solucionar estos problemas.
- Las empresas con exceso de liquidez en un país donde la divisa está bloqueada o inconvertible (como los países emergentes, por ejemplo China), pueden recurrir a los Swaps para utilizar estos fondos que serían inutilizables e infructuosos.
- Los Swaps permiten eventualmente evitar las restricciones de desvío de capital impuesto por determinados controles de cambios, que imponen el paso a través de mercados de cambios, que tienen el objetivo de limitar las inversiones extranjeras.<sup>350</sup>
- Los Swaps ofrecen la posibilidad de encontrar medios de cobertura para operaciones de largo plazo que comporten un riesgo de cambio, mientras que no existan límites temporales en el mercado de Swaps. Es particularmente útil en el sector de contratos de construcción o de licencias y patentes, cuya duración puede ser muy larga.<sup>351</sup> En este caso se habla de instrumento de gestión del riesgo de una empresa: por un lado, pueden actuar como instrumentos de cobertura de riesgos asociados a las variaciones de precios<sup>352</sup>; por otro, pueden servir para una diversificación de riesgos en las carteras activas y pasivas.<sup>353</sup>
- Las leyes de algunos países imponen que pérdidas o ganancias de cambio realizadas sobre operaciones en divisas extranjeras deben ser incluidas en el balance, algo que tiene un impacto relevante en las escrituras contables. Al mismo tiempo, la mayor parte de reglas contables, prevén que los beneficios o

---

<sup>349</sup> Del Barrio Tellado, M.J.: Aspectos contables de las operaciones de permuta financiera y comercial: Swaps y Barter, Aecae, Madrid, 1998, pgs 55 y ss

Cea Garcia, J.L.: "Panorámica contable de los nuevos instrumentos financieros", en papeles de la Economía. Perspectivas del Sistema financiero y reformulación de los criterios contables clásicos de los instrumentos tradicionales, Comunicación presentada al VIII Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Sevilla, 1995, pgs 142-179

<sup>350</sup> Paget, B.: "La gestion de taux d'intérêt: le Swap d'intérêt comme outil de gestion du passif des entreprises", Revue de Banque, n°461, mayo del 1986, pg 474

<sup>351</sup> Bank of International Settlement: "Recent innovations in international finance" abril del 1986 p 44

<sup>352</sup> Costa I Ran, L.: "Estrategias OTC para la gestión del riesgo de precio en materias primas: el commodity Swap", Actualidad Financiera, núm. 9 (marzo 1993), pgs 53-69

<sup>353</sup> Alonso Perez, J.L.: "El Swap en las operaciones de activos", en Las operaciones Swap como instrumento para mejorar las empresas. Madrid, Instituto de Empresa, 1995, pgs 175-181



las pérdidas derivadas por la evolución de los cambios sean transcritas en los documentos financieros. Las empresas que deseen reducir o eliminar el impacto de la evolución de los cambios en el balance pueden hacerlo a través de los Swaps.<sup>354 355</sup>

- Pueden ser utilizados también como instrumento de diversificación de riesgos de las carteras pasivas o activas que permiten flexibilizar la estructura de sus riesgos sin tener que liquidarlas para poder tomar nuevas posiciones. Los Swap permiten modificar la composición de dichas carteras mediante la transformación de alguna de sus características.<sup>356</sup>
- Permiten reducir costes financieros por endeudamiento derivados de variaciones de tipos de interés o de cambio, realizando arbitraje de diferenciales entre ratings, reestructurando su endeudamiento (de fijo a variable, o viceversa) en función de sus expectativas en relación a la futura evolución de los tipos de interés.<sup>357</sup> Del mismo modo pre emitirían las permutas de índices bursátiles reducir costes en relación con los tipos de cambios.<sup>358</sup>

Además de los usuarios finales, existe otra categoría de participantes en el mercado de Swaps: los intermediarios. Los intermediarios son instituciones financieras que entran en el contrato de Swap sin tener un interés directo en el activo. Las instituciones financieras pueden entrar en el contrato de Swap para cubrirse, arbitrar o especular, pero en este caso serían consideradas como usuarios finales del producto. En otros casos los institutos financieros entran cumpliendo la función de contraparte para uno de sus clientes, creando en la cuenta del cliente una apertura de Swap y que se queda así mientras no encuentre otra entidad interesada en la posición contraria con la cual crean un segundo Swap. En este tipo de operación, el intermediario tiene como único objetivo cobrar por los servicios que ofrece a su clientela: el consejo relativo para la elección más adecuada en la situación del cliente; la asistencia durante las

---

<sup>354</sup> Price, J.A.M.: "The developpment of the Swaps market", Euromoney Publications Special Financing Review", ob.cit., pgs 55 y ss

<sup>355</sup> Desde 2005 en la mayoría de los países europeos entran en vigor las nuevas normas contables IAS (en España NIF), que regulan la contabilidad de los instrumentos derivados, estableciendo en particular cuáles son los flujos que irán a balance – en cuanto hedging perfecto como importe y caducidad - y cuales son los que irán bajo la voz – derivados y otros instrumentos – (IAS 39).

<sup>356</sup> Cea García, J.: "Los nuevos instrumentos financieros y la gestión financiera moderna", Actualidad Financiera, núms. 45-46 pgs 3007 y ss

<sup>357</sup> Lamothe, P. y Soler J.A.: *Swaps y otros derivados OTC en tipo de interés*. Mc Graw-Hill, Madrid, 1996, pg 64

<sup>358</sup> Martín Martín, J. L., De La Torre Gallegos, A.: "Permutas financieras de índices bursátiles: equity Swaps", Actualidad Financiera, núm.12 (21-27 marzo 1994), pg 203

negociaciones entre las partes; la preparación de contratos; las autorizaciones necesarias; el control de la correcta realización de las obligaciones contractuales; pero sobretudo la eliminación del riesgo de crédito vinculado a la operación de Swap y la protección del anonimato de las contrapartidas<sup>359</sup>. Los intermediarios tienen de alguna manera el rol de la clearing house, y buscan solamente cobrar por su actividad. Tal intención puede parecer muy diferente respecto a la de los usuarios finales, pero la intención del intermediario en el contrato de Swap, es la de encontrarse vinculado a las mismas obligaciones de las partes; por ello tenemos que analizar la intención del intermediario y la del usuario respecto a cada contrato.

### **3.1.3. La nueva definición de Swap**

El conjunto de motivos que impulsan a las partes a concluir el contrato de Swap nos permite seguir nuestro análisis evidenciando otras teorías propuestas en las definiciones anteriormente mencionadas: es incorrecto e incompleto decir que un Swap es un intercambio de ventajas que una parte tiene contra ventajas de la misma naturaleza sobre otra parte en otro mercado<sup>360</sup>. Tal definición pertenece solamente a los Swaps que miran a un arbitraje de firma (de crédito). Es incompleto e incorrecto limitar la definición a unas particulares formas de Swap, como los Swaps de tipos de intereses o divisas. No hay diferencia en la estructura entre las diferentes formas de Swap y la intención de las partes es parecida. Establecer una distinción es la prueba de una total incomprensión de un mecanismo financiero y de una negociación de la práctica financiera.

La distinción entre los Swaps de tipos de interés y sobre divisas hecha por los juristas españoles y europeos en general, proviene de una mala interpretación de los estudios de los juristas americanos. Para ellos la cuestión de la calificación jurídica no existe, no tienen ninguna dificultad conceptual en dar una definición diferente para los dos tipos de Swaps, el régimen jurídico será siempre el mismo, porque estará especificado en el contrato. En Estados Unidos ha sido necesaria la distinción, siendo los dos tipos de contratos fundamentales e importantes en la cantidad de volúmenes tratados y que miran a dos tipos de clientes (los Swaps sobre tipos de intereses son

---

<sup>359</sup> Price, J.A.M.: "The development of the Swaps market", Euromoney Publications Special Financing Review", ob.cit., pg 55 y ss

<sup>360</sup> Fiorucci, A.: presentación organizada por la oficina de formación y documentación internacional de los "Swaps" Hotel Lutetia Concorde, París, 11 marzo 1986

objeto de las instituciones financieras y las compañías aseguradoras, los Swaps sobre divisas son objeto de las empresas internacionales).

El objetivo de este trabajo es dar una definición única y global a toda la familia de los contratos de Swaps, no creemos que exista una diferencia de naturaleza entre los diferentes tipos de Swaps; esa es solamente una ilusión provocada por el análisis mal interpretado de lo que ocurre en Estados Unidos. Una definición general tiene doble ventaja; se adapta mejor a las características del mercado español de Swaps, donde los Swaps de divisas y los combinados de divisas y tipos son los más frecuentes; respeta sobre todo la intención de las partes que no distinguen entre cobertura, arbitraje o especulación, sino que utilizan siempre la misma técnica financiera llamada Swap. Como el ejemplo americano aún está de moda en este sector, hay que precisar que ningún analista jurídico jamás ha escrito en Estados Unidos algo exclusivo sobre los Swaps de tipos de interés separadamente de los de divisas; ésta es una prueba añadida de la unidad fundamental que une todos los Swaps.

La elección que hemos hecho y la definición que vamos a dar de los Swaps tiene que ser significativa y explicativa sobre el plano jurídico y económico, debe de tener en cuenta todas las formas de Swaps existentes, y tendrá como objeto una familia de contratos (y no un único contrato) y comprenderá los múltiples y varios motivos por los cuales las partes entran en un contrato de Swap.

Todo eso nos lleva a proponer una primera definición:

Los Swaps constituyen una familia de contratos que comporta entre las partes una obligación de pago – según las modalidades previstas por el contrato – de unos importes calculados; los contratos se refieren a productos o cambios conexos a activos y pasivos financieros. Las modalidades previstas en el contrato fijan los vencimientos de los pagos, la realización del pago integral de las cargas o de los productos objeto de la transferencia o el pago de un diferencial, cuando exista.

Esta definición evidencia la intención real de las partes, que entran en la relación para cambiar su situación financiera, con otra que tiene características preferentes. El Swap empieza con la voluntad de una transferencia de un producto entre contrayentes. Los pagos realizados entre las partes no siempre corresponden a los productos. Todo es causa de una confusión. En muchos casos el pago se reduce al simple diferencial entre el saldo de los productos que sean actividades y pasividades transferidas; en otros casos, el útil o la economía realizada por las partes están divididas entre sí mismas. En ese

último caso sólo hay el ingreso de los diferenciales de los importes que corresponden a los activos de la operación.

Una vez establecidos los objetivos económicos, las partes definen las condiciones de su relación: fijan los vencimientos, que pueden coincidir o no con los vencimientos de los activos y pasivos relativos; establecen el sistema de reparto del beneficio realizado o de la economía realizada gracias al Swap: conciertan si ingresar el pago entero o solamente el saldo. Para los Swaps sobre tipos de intereses, el diferencial existe sistemáticamente. Por lo que respecta al Swap sobre divisas, el diferencial es menos frecuente porque las partes intentan obtener sencillamente una financiación. En el caso de Swaps combinados el cálculo es bastante complejo (hay que tener en cuenta el diferencial de tipos de interés y de cambio). Estos pagos pueden ser, además, efectuados por ambas partes o simplemente por una de ellas, según la evolución de los mercados.

La intención de las partes en el contrato de Swap es unirse recíprocamente mediante obligaciones de pago. El Swap es más que un simple intercambio de flujos financieros conexas a los respectivos endeudamientos de las partes, tiene además como fin el beneficio o el ahorro.

Esta definición nos ayuda a comprender el conjunto de los Swaps existentes. Los activos y pasivos financieros pueden ser sobre una misma moneda o sobre diferentes divisas. El Swap puede combinar diferentes tipos de intereses, con o sin la transferencia inicial. Cada tipo de Swap, sea cual sea el activo relativo, está incluido en esta definición que ofrece una visión unitaria de la familia de los contratos de Swaps.

La definición que proponemos resalta la peculiaridad de los contratos de Swaps respecto a otros contratos financieros; estos tienen como base la obligación de transferir dinero u otro activo financiero. Todas las definiciones que hemos indicado no tenían esta característica: definir el Swap como un contrato financiero donde dos contrayentes aceptan intercambiar flujos de dinero durante un cierto periodo de tiempo, no es lo suficientemente preciso, una definición similar se adaptaría también a una operación de préstamo, cambio o depósito.

Finalmente nuestra definición evita contrastes entre la explicación económica y la jurídica. De hecho el Swap en un plano económico se veía como un intercambio de deudas. Es la obligación de pagar ciertos importes en determinadas fechas; estos importes se calculan teniendo como referencia el intercambio del activo. Esta obligación de pago es también un concepto significativo en derecho. Más que intercambio es mejor

utilizar el término de transferencia, así se evita la confusión con la terminología jurídica y resulta más preciso en el caso de una operación de transferencia unilateral.

El resultado del análisis de la intención de las partes es la formación de una definición pertinente desde el punto de vista de la motivación de las partes y de la lógica económica del Swap. En el plano jurídico esta definición todavía es considerada como una hipótesis a comprobar. La verificación consistirá, en un primer momento, en resaltar las características jurídicas de los contratos de Swap, luego, en confrontar esta calificación con todas aquellas que podrían ser consideradas, demostrando así que es lo más satisfactorio.

Las clasificaciones de los contratos tienen, generalmente, escasa utilidad práctica, pero pueden ser más claros y útiles si se diferencian entre ellos, con el objetivo de resaltar sus diferencias. Así, suele diferenciarse entre: contratos consensuales y reales; onerosos y gratuitos; dentro de los onerosos, conmutativos y aleatorios; contratos unilaterales y bilaterales; solemnes y no solemnes. Esta distinción es muy importante para poder determinar los efectos distintivos de cada uno de esos contratos.

En los próximos párrafos vamos a exponer las características de cada uno de estos contratos.

### **3.2. Las características jurídicas y los elementos de los contratos de Swap**

Jurídicamente los Swaps se analizan como contratos; según el artículo 1254 del Código Civil Español, “El contrato existe desde que una o varias personas aceptan la obligación, respecto a otras, a dar alguna cosa o prestar algún servicio”. Se deduce que el contrato es un acuerdo de voluntad que produce efectos jurídicos<sup>361</sup> y crea obligaciones. Los Swaps se identifican en esta definición: concluido entre dos partes, crean una obligación de hacer y generan derechos de créditos o derechos personales entre los contrayentes.

El Derecho Civil da diferentes clasificaciones de contratos que nos permiten individualizar las características jurídicas de los Swaps. Los redactores del Código Civil, en los artículos 1254 y siguientes, mencionan diferentes criterios de clasificación de contratos, aun así existen otros criterios elaborados por la doctrina. Intentaremos diferenciar los distintos criterios de la clasificación, insistiremos en particular sobre dos

---

<sup>361</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pg 278

aspectos delicados, la eventual aplicación de la legislación sobre juegos y apuestas, y el carácter monetario de las obligaciones creadas por los Swaps.

### 3.2.1. La causa en el contrato de Swap

La naturaleza de un contrato tiene siempre íntima conexión con la causa objetiva del mismo. Si la misma aparece contemplada en un precepto legal, nos encontramos en presencia de un contrato típico. Aunque su objeto sea plural, puede responder a una unidad de causa. Se trataría entonces de un contrato complejo con causa única. En todo contrato la causa se presume lícita y es amparada por el ordenamiento jurídico (Art. 1277 CC). Sin embargo, en un contrato atípico, aunque se parte de la presunción de licitud de la causa, es conveniente indagar la esencia y el fundamento de la misma para tener un concepto más concreto de la función negociable. En el ordenamiento jurídico español la función que se atribuye a la causa es la valoración de cada negocio hecha atendiendo al resultado que con él se busca o se hayan propuesto quien o quienes hagan la o las declaraciones negociables.<sup>362</sup> Por ello, para una calificación objetiva del contrato debe atenderse al criterio de la causa.<sup>363</sup>

La teoría clásica de la causa contractual se atribuye a Domat, en su tratado “les lois civiles”, escrito en el siglo XVII. Pero, en realidad, lo que hizo este famoso jurisconsulto fue exponerla por primera vez en términos claros y precisos. La teoría se formó insensiblemente en el transcurso de los siglos, por obra de las escuelas romanísticas, con alguna aportación de los canonistas.

Lo cierto es que el Código francés la tomó de Domat y Pothier, y pasó de dicho Código a la generalidad de los latinos.

La causa, tal como esta teoría la concibe, presenta, según Josserand, las siguientes características:<sup>364</sup>

- Se trata de causa de la obligación, y no del contrato
- Se encuentra en relación inmediata y directa con esta obligación, de la cual es la causa próxima.
- Forma parte integrante del contrato, representando uno de sus elementos constitutivos.

---

<sup>362</sup> De Castro y Bravo, F. *El negocio Jurídico*, Ed.Civitas, Madrid, 1985, pg 191

<sup>363</sup> Vega Vega, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002, pg 55

<sup>364</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

La moderna doctrina científica mantiene el sentido objetivo, de fin o móvil específico, abstracto y genérico, que la causa tenía en el Código francés y en los que han seguido sus huellas, dándole todavía mayor relieve, e introduce la novedad de llevar la idea de la causa a la teoría general de los negocios jurídicos.

Esta es la posición dominante entre los civilistas italianos. Así, Coviello define la causa como “la razón económico-jurídica del negocio”. Y Betti viene a considerar la causa como la función que caracteriza el tipo de negocio como acto de autonomía privada y determina su contenido mínimo necesario.

La dirección objetiva tiene también bastante aceptación en la doctrina francesa, y en la española.

Teorías anticausalistas: algunos autores han tratado de rebatir la teoría de la causa. Se dice de ella que fue construida por Domat y Pothier sobre una falsa interpretación de los textos romanos y, sobre todo, que es ilógica e inútil, pues lejos de constituir la causa un elemento distinto e independiente, se haya embebida en las demás partes del contrato; en los contratos onerosos, la causa se confunde con el objeto, y en los gratuitos con el consentimiento.

Teorías sincréticas: la actual corriente científica, en los pueblos latinos, más que favorable a la teoría anticausalista lo es a una nueva teoría de la causa más amplia y más psicológica, nacida al calor de las enseñanzas de la vida y de la jurisprudencia que, combinando la concepción objetiva con la subjetiva, ve en la causa no sólo el fin abstracto y permanente del contrato (móvil específico), sino la finalidad concreta perseguida por las partes e incorporada al acto jurídico como elemento determinante de la declaración de voluntad (móvil impulsivo y determinante).<sup>365</sup>

La causa ha de ser verdadera (Art. 1276), es decir la causa falsa puede ser falsa propiamente dicha o simulada. La causa ha de ser lícita (Art. 1275 a 77), es decir, es ilícita la que se opone a las leyes o a la moral, y produce la no existencia del contrato (Art. 1275). Pero se presume la licitud de la causa, mientras no se pruebe lo contrario (Art. 1277).

El artículo 1274 del Código Civil español regula lo que se entiende por causa para cada parte negocial, en tanto que el artículo 1261 del mismo cuerpo legal se refiere

---

<sup>365</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

a “la causa de la obligación que se establezca” en el contrato: por esto se diferencia entre causa de la atribución y causa de la obligación y causa del negocio.<sup>366</sup>

La causa, en su aspecto subjetivo y objetivo distinguirá un contrato del otro y determinará la naturaleza del acto negocial, con las consecuencias que el ordenamiento jurídico atribuye a la naturaleza.

La causa del contrato de Swap hay que buscarla en su función jurídica económica que persigue el contrato de permuta financiera que viene representado por la transacción financiera en virtud de la cual las partes se comprometen a hacerse pagos recíprocos de numerario en el tiempo. La causa del contrato de Swap se fundamenta en el compromiso recíproco de las partes de hacerse contraprestaciones que servirán de arbitraje entre mercados o para reestructurar una deuda financiera. Ésta es la función práctico social que determina la causa del contrato y que justifica su amparo por el ordenamiento jurídico.

El contrato de Swap goza de una causa única, por lo que tiene sustantividad propia, es un contrato principal y único que produce diversas relaciones obligatorias, aunque en la práctica pueda darse en combinación con otras figuras jurídicas subyacentes, que ayudan a conformar el conjunto de pretensiones de las partes intervinientes.

En nuestra opinión se trata de una nueva figura negocial, si bien, esta tesis no es defendida con unanimidad por la doctrina, ya que se piensa que puede ser un subtipo de otras figuras jurídicas ya existentes en nuestro ordenamiento jurídico. Para demostrar su autonomía y sustantividad en este trabajo vamos a analizar su posible relación con otros contratos típicos que algún sector doctrinal los asimila a los Swap.<sup>367</sup>

### **3.2.2. El carácter consensual del contrato de Swap**

Los contratos de Swap están incluidos en la categoría de *contratos consensuales*<sup>368</sup>. Se concluyen por la simple manifestación de la voluntad, sin ninguna otra forma particular.<sup>369</sup> El acuerdo de las voluntades se traduce generalmente en dos tiempos: el primero es en el mismo contrato donde se definen las modalidades generales

---

<sup>366</sup> Díez Picazo, L.: *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial I*, Tecnos, t. I., Madrid, 1987, pg 173

<sup>367</sup> Vega Vega, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002, pg 58

<sup>368</sup> Banque Nationale de Belgique: "Les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises", Conferencia organizada por la asociación Luxemburguesa de los juristas bancarios 25 y 26 de septiembre del 1985 en Luxemburgo

<sup>369</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss



de los Swaps, que serán concluidos en el futuro entre las dos partes, después, mediante la confirmación escrita y un “Swift”, se indican brevemente las características particulares de cada Swap. En otros casos, las partes no firman un contrato, pero hacen referencia a los “Swift” mediante los códigos elaborados por los profesionales del mercado.

Según el Código Civil español son consensuales los contratos donde las partes asumen únicamente obligaciones de entregar una cosa, de pagar un precio (Art. 1445), de dar el goce o uso de una cosa o de ejecutar una obra o prestar a la otra un servicio por precio cierto (Art. 1543 y 1544), o los contratantes se obligan a poner algo en común (Art. 1665), o se obliga uno a prestar a otro algún servicio, o a hacer alguna cosa por cuenta o encargo del segundo (Art.. 1709).<sup>370</sup>

En el Derecho moderno, la regla general es la de que los contratos se perfeccionan por el solo consentimiento, lo que recogen los artículos 1254 y 1258 de nuestro Código Civil, entre otros. Sin embargo, siguiendo una tradición histórica que se remonta al Derecho Romano, se habla de contratos reales con referencia a unos contratos que no se perfeccionan por el mero consentimiento, sino que exigen la entrega de una cosa. Frente a los contratos consensuales y reales, los contratos formales se caracterizan porque para su validez o plena eficacia se precisa de una forma especial (documento privado en el caso de los Swaps), son también excepciones al principio de perfección de los contratos por el simple consentimiento (Diez Picazo).<sup>371</sup>

#### Contratos solemnes o reales

Los Swaps son *contratos solemnes o reales*; de hecho un contrato solemne se realiza solamente de forma válida cuando las voluntades se manifiestan en las formas impuestas por ley<sup>372</sup>. Se trata, normalmente, de una redacción escrita que puede ser, un acto autenticado, o, acto público o privado. No existe ninguna ley que imponga una forma particular para los contratos de Swap. El acuerdo se expresa mediante “Swift” y su confirmación es a través de un contrato escrito, pero también podría ser acordado por teléfono y sin necesidad de una forma obligatoria. El único inconveniente es la dificultad de la prueba en caso de litigio; no hay riesgo de que el contrato sea nulo por no respetar la forma. Hoy asistimos a una nueva necesidad de la forma, ésta depende de

---

<sup>370</sup> En la doctrina italiana también se sostiene el carácter consensual de los Swaps: Cavallo Borgia: “Nuove operazioni dirette all’eliminazione del rischio di cambio”, en *Contratto e Impresa*, 1988, pg 405; Capriglione, F.: “Gli Swaps come valori mobiliari”, *BBTC*, I, 1991, pg 793

<sup>371</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperí, Madrid, 2006, tema 42-5

<sup>372</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

la voluntad de las partes (por ejemplo la forma necesaria para los contratos de seguros). Ésta no afecta a los Swaps donde las partes son operadores profesionales del mercado de capitales. Cuando las partes estipulan en un contrato preliminar el respeto de los acuerdos previstos están formalizando un contrato solemne. En caso de que no se respete la forma, la sanción está prevista por las mismas partes, aunque podría no estar prevista porque el resultado deseado podría ser obtenido también a través de otro medio más eficaz.

Para que sea válido el contrato ha de hacerse en la forma señalada en la ley.

Opuesto a los contratos solemnes son los “no solemnes”, que son todos aquellos para los que la ley no exige forma determinada y son obligatorios “cualquiera que sea la forma en que hayan sido celebrados” (Art.1278).

El contrato de Swap no puede ser considerado como *un contrato real*. El contrato real se origina sólo mediante la entrega de la cosa que representa el objeto<sup>373</sup>. Los contratos reales son el acomodado o préstamo por el uso, el préstamo por el consumo, el depósito, etc. “El préstamo de dinero, puede ser considerado tal solo con la entrega del objeto prestado”, ¿una lógica así sería compatible con los contratos de Swap? La duda existe, porque en el ejercicio de los contratos reales es importante la transferencia del valor en los contratos considerados. “La categoría de los contratos reales tiene un concepto menos intelectual, es decir, más concreto y material de las relaciones contractuales<sup>374</sup>. En los Swaps la transferencia del valor es la clave de la construcción y la voluntad es esencial. Nos podemos preguntar entonces si la existencia del Swap no podría estar subordinada al pago de los importes objetos del contrato. La respuesta parece ser negativa, porque la idea del contrato real es la de justificar la existencia de una obligación de devolver el objeto que fue origen del contrato, algo que no se acopla con los contratos de Swap. Devolver el objeto que condiciona la existencia del contrato y su validez supone que pueda existir un fin entre el momento de la conclusión del contrato y el vencimiento de su existencia.

Durante este periodo de tiempo, las partes no estarían, de alguna manera, seguras de la realización final de la operación que han originado, algo que no se puede aceptar por la perspectiva de las operaciones del mercado de Swaps. En el momento de la conclusión de los contratos mediante teléfono o “Swift”, los tesoreros integran las operaciones en sus situaciones financieras y consideran como seguro el contrato

---

<sup>373</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>374</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

estipulado, y lo tienen en cuenta en sus anticipaciones sobre mercados y en sus decisiones estratégicas. Los Swaps concluidos pueden tener su primer vencimiento después de muchos meses o también después de años, en el caso de Swaps largos. La incertidumbre que sigue hasta el momento del primer pago es incompatible con la necesidad de seguridad y de anticipo de los operadores de mercado.

Son contratos reales todos los que se perfeccionan con la entrega de una cosa, consecutiva al consentimiento, esencial en todo contrato. Así en el contrato de préstamo (Art. 1740, 1741, y 1753), en el depósito, que se constituye sólo “desde que uno recibe la cosa ajena” (Art. 1758) y en la prenda que necesita para constituirse que “ponga en posesión” de la prenda al acreedor (Art. 1863).<sup>375</sup>

Para marcar la diferencia dentro de contratos consensuales y reales es indispensable tener en cuenta cómo el contrato se perfecciona: si por el solo consentimiento (acuerdo de voluntades) (como por ejemplo, la compraventa) o requieren, además, la entrega de una cosa – res - (como por ejemplo, el préstamo, en ciertos casos), los contratos se distinguen en consensuales (Art. 1258 “los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento”) y reales.<sup>376</sup>

Nuestra primera conclusión es que los Swaps son contratos solemnes, no son contratos reales, y si *son unos contratos consensuales*. La conclusión del contrato se perfecciona en el momento del intercambio de consentimiento mediante la redacción de un documento escrito y el intercambio de “Swift” de confirmación, seguido por la transacción concluida por teléfono, que sirve para facilitar la prueba.

#### Contratos de adhesión y contratos negociados

Otra distinción que se puede hacer es entre *contratos de adhesión* y *contratos negociados* por las partes. Los contratos de seguro, de transporte, bancarios, casi siempre son contratos de adhesión. Sus características son que el contenido no es el resultado de una libre discusión entre las partes en posición de igualdad; estos contratos están redactados anticipadamente y por la parte que tiene mayor peso económico o social que propone la simple adhesión de múltiples contrayentes<sup>377</sup>. La elección del contrayente se reduce simplemente a la posibilidad de aceptar o no aceptar el contrato, cuyo contenido no depende de su voluntad<sup>378</sup>. La doctrina ha intentado determinar

---

<sup>375</sup> Santos Briz, J.: *Tratado de Derecho Civil*, Tomo III, Barcelona, 2003, pgs 67 y ss

<sup>376</sup> Albadalejo, M.: *Derecho Civil II*, Derecho de obligaciones, Madrid, 2004, pgs 78 y ss

<sup>377</sup> Weill, A., Terre, F.: ob.cit., pgs 212 y ss

<sup>378</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

cuatro características de estos contratos<sup>379</sup>; supone una desigualdad económica y social entre dos contrayentes; la oferta de los contratos tiene carácter general, no es una oferta directa a una persona determinada, sino al público en general, estos contratos son de opera exclusiva de una de las partes y están elaborados por el interés de ella.

Se llama - según una terminología, más o menos feliz, pero ya consagrada - contrato de adhesión al contrato cuyas cláusulas han sido preestablecidas por una de las partes, que no admite que la otra modifique o haga contraofertas, sino solo que los acepte pura y simplemente, o que no contrate.

V. *La sentencia de 13 noviembre 1998* que lo define, la aceptación de la oferta de contrato supone la admisión total de esta, sin quitarle ni ponerle; pues si la persona a quien la misma se dirigía, la modifica, y, a su vez, la propone modificada al antiguo oferente, aquella persona se convierte en oferente, y el antiguo oferente en aceptante, si admite la oferta modificada. Así que, queda claro que cada nueva modificación que, sobre lo que le propusieron, proponga el futuro contratante, lo convierte en oferente. Con lo que se ve palpablemente que, al final, el aceptante será quien sin introducir innovación ninguna en la oferta (bien primera, bien contraoferta) que reciba, la admite, adhiriéndose a ella pura y simplemente. En este sentido todos los contratos son de adhesión, porque siempre una de las partes - el aceptante- se adhiere totalmente a la oferta (u contraoferta) de la otra.<sup>380</sup>

El contrato de adhesión no presenta, como contrato, especialidad ninguna respecto a los demás, pues, en todo caso, lo más que tiene de peculiar es la formación de la oferta.

Se puede afirmar entonces que los Swaps son contratos de adhesión, pero negociados por las partes. Los Swaps no tiene carácter de generalidad, típico de los contratos de adhesión, pero con la particularidad que los contrayentes son ambos operadores profesionales del mercado de capitales; los contratos de Swap no son de opera exclusiva de una de las partes, concebidos en el solo interés de esta. La estandarización de los contratos típicos de Swap firmados por las partes podría crear mucha confusión<sup>381</sup>. Estos acuerdos no crean mecanismos de adhesión que privan la existencia de la voluntad de una de las partes. Los códigos estándar son elaborados por

---

<sup>379</sup> Weill, A., Terre, F.: ob.cit., pgs 212 y ss

<sup>380</sup> Albadalejo, M: *Derecho Civil II*, Derecho de obligaciones, Madrid, 2004, pgs 78 y ss

<sup>381</sup> Boulart, P.A, Ortiz, M.: "La nature juridique des opérations de Swap", Les Cahiers de l'IDEF, Banque de France, n°27, pgs 83 y ss

grupos que reúnen juristas y banqueros operadores sobre mercados de Swap<sup>382</sup>; han elaborado guías por la redacción de contratos y proponen también contratos estándar. Los participantes a estos grupos de reflexión y construcción de las normas de mercado actúan más por una intención que se podría calificar de interés general, que por crear una ventaja específica de una categoría de operadores. Su fin es simplificar las transacciones poniendo guías de referencia a las cuales las partes pueden hacer referencia.

La aceleración de los procedimientos de negociación, las simplificaciones de la preparación de documentos jurídicos, la seguridad reforzada en las transacciones, la mejor adaptación del mercado de Swaps a las exigencias de los operadores del mercado de capitales, para hacerlo más atractivo: el conjunto de estos factores son los objetivos primarios de estas codificaciones y de estos contratos típicos que han salido. Todos los operadores están invitados a asociarse en estos grupos, para dar una mayor expansión y generalización a las normas, puesto que la unidad y la amplitud de la armonización son las condiciones necesarias para su éxito. Los operadores son libres de entrar en las reglas propuestas; son todavía libres de no aceptarlas y de hacer referencia a otras fuentes de normalización redactas por sí mismos<sup>383</sup>. La norma está entonces creada por estos grupos de operadores, no se puede considerar que haya igualdad entre las partes, no hay una elaboración de la norma en beneficio de algunos solamente. La codificación y los contratos típicos propuestos por las asociaciones de operadores representan la obra de una negociación libre entre las partes donde se expresa libremente la voluntad de las partes.

Los contratos de adhesión alcanzan una difusión cada vez mayor debido a las exigencias de la vida moderna, tales como necesidad de celeridad en la conclusión de los convenios, de evitar negociaciones ociosas cuando solo se esta dispuesto a contratar en los términos ofrecidos y de uniformidad (estandarización) en la redacción de modelos establecidos para la contratación en masa.

Nuestra segunda conclusión evidencia el carácter de los Swaps como *contratos libres entre las partes*.

#### Contratos individuales y contratos colectivos

---

<sup>382</sup> “ISDA”: (International Swap Dealers Association), “BBAIRS” (British Bankers Association), AFB (Association Française des Banques).

<sup>383</sup> Es el caso de Chase Manhattan Bank, que ha siempre rechazado participar en los trabajos del “ISDA”, para conservar la exclusividad de su know how, que ella juzga superior a todo lo que se hace en el mercado, elabora sola sus contratos de Swap.

La doctrina establece otras dos distinciones entre *contratos individuales* y *contratos colectivos*<sup>384</sup>, los *contratos de ejecución instantánea* y los *de ejecución sucesiva*<sup>385</sup>, por los cuales la calificación de Swap no tiene dificultad alguna. Se llama contrato individual el que une solo a las personas que hayan dado su consentimiento, por ellas mismas o mediante sus representantes, y contrato colectivo, el contrato que, contrariamente al principio del efecto relativo, une a un grupo de personas sin que haga falta su consentimiento. Se trata de un contrato estipulado entre individuos pero con algunas cláusulas obligatorias, para todo un conjunto de otros individuos, según esta distinción *es obvio que los Swaps son contratos individuales*.

Al mismo tiempo, el contrato de Swap es sin duda un contrato de ejecución sucesiva. No existen formas de Swap que originan obligaciones susceptibles de ser ejecutadas mediante una sola prestación. Los Swaps comportan pagos escalonados en el tiempo; que suponen una duración.

La intervención de la noción de tiempo en estos contratos de Swap lleva a la aplicación de reglas particulares relativas a los efectos de la nulidad o de la resolución del contrato. La nulidad y la resolución son siempre retroactivas, pero en el caso de contratos sucesivos, hay que tener en cuenta la ejecución que ya ha sucedido. No es posible borrar completamente un contrato Swap que ya es activo. Además las partes no pueden romper unilateralmente un contrato cuya duración está determinada. En fin la teoría de lo imprevisto no considerada por la jurisprudencia encuentra su aplicación en el caso de contratos con ejecución sucesiva.

### **3.2.3. El carácter sinalagmático de los contratos de Swap**

El Código Civil francés como el español opone los *contratos sinalagmáticos* a los *contratos unilaterales*. El artículo 1102 del "Code Civil" francés dice que el contrato es sinalagmático o bilateral cuando las partes se obligan recíprocamente las unas hacia las otras. Así, el artículo 1103 dispone, que el contrato es unilateral cuando una o más personas se obligan, las unas hacia las otras, sin que estas últimas tengan alguna obligación, ni consentimiento. La reciprocidad de las obligaciones caracteriza entonces al contrato sinalagmático<sup>386</sup>; cada una de las partes tiene el doble rol de acreedor y

---

<sup>384</sup> Bertrand, E.: "De l'ordre économique à l'ordre collectif" Etudes Ripert, París, pg 160

<sup>385</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>386</sup> Houin, R.: La distinction des contrats synallagmatiques et des contrats unilatéraux, Tesis, París, 1937, pg 94

deudor. Los contratos de Swaps consisten en obligaciones reciprocas y parece ser que a todos los efectos son contratos sinalagmáticos<sup>387</sup>. La respuesta está clara: los Swaps prevén, en cada vencimiento, pagos calculados haciendo referencia a actividades y pasividades financieras sujetas, que son objeto de transferencia entre las partes. Esto es el caso de los Swaps de divisas con transferencia de capital o de otros tipos de Swaps que no son objeto de cálculo del diferencial. En estos casos sencillos, hay una realización material de un pago de cada parte o beneficio de la otra. La reciprocidad de las obligaciones contractuales es manifiesta.

El Código Civil español habla de contratos unilaterales y su opuesto los contratos bilaterales. En la primera categoría entran todos los contratos donde una de las partes es la favorecida a costa de la otra, así el donatario (Art.618) o el comodatario (Art.1741).

En los contratos bilaterales las partes se obligan recíprocamente a ambos interesados. Así se deduce claramente de los artículos 1100, párrafo último, y 1124 del CC. Se habla también de contratos bilaterales o sinalagmáticos imperfectos.<sup>388</sup>

El contrato bilateral es el que produce obligaciones reciprocas o bilaterales, son contratos de cambio. Por ellos se tiende a dar cosas o servicios por cosas o servicios (o aquellas por estos). Sin embargo, en un sentido restringido, se entiende que el contrato es de cambio solo cuando se da una cosa para recibir otra. Los contratos bilaterales son siempre onerosos, porque el derecho que cada parte consigue, al obligarse la otra a su favor, lo obtiene sacrificándose al obligarse, a su vez, a favor de aquella<sup>389</sup>.

El contrato es siempre un negocio jurídico bilateral o plurilateral, atendiendo al número de partes que en él intervienen. Pero cuando se habla de unilateralidad o bilateralidad del contrato se apunta no al número de partes, sino de obligaciones recíprocas, es decir, a cargo de ambas partes. Por el contrario, son unilaterales los que crean obligaciones a cargo de una de las partes exclusivamente. Como género intermedio, algún sector de la doctrina como Díez Pícaso ha situado los llamados sinalagmáticos ex post facto, que son aquellos contratos en que las obligaciones que de

---

<sup>387</sup> Banque Nationale de Belgique: "Les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises", Conferencia organizada por la asociación Luxemburguesa de los juristas bancarios 25 y 26 de septiembre del 1985 en Luxemburgo

<sup>388</sup> Santos Briz, J.: *Tratado de Derecho Civil*, Tomo III, Barcelona, 2003, pgs 56 y ss

<sup>389</sup> Albadalejo, M.: *Derecho Civil II*, Derecho de obligaciones, Madrid, 2004, pgs 78 y ss

los mismos se derivan recaen sobre una de las partes, pero en el momento de su liquidación pueden imponer obligaciones a cargo de la otra.<sup>390</sup>

La reciprocidad es mucho menos manifiesta cuando el Swap prevé un modo de cálculo diferente, donde solo una de las partes esta obligada a pagar un cierto importe a su contrayente, dependiendo de la evolución del tipo de interés o de los tipos de cambio relativos a las actividades y pasividades financieras transferidas. Si se considera un caso extremo donde los tipos en cuestión dejen un diferencial siempre a cargo del mismo contrayente, la economía del contrato aparecería como una obligación de pago unilateral. Se podría pensar que el contrato sería unilateral, teniendo una de las partes una obligación hacia la otra sin reciprocidad. Un análisis así, revela una profunda negación de la intención de las partes. En el momento de la conclusión del contrato, las partes se obligan recíprocamente a pagar el diferencial, cualquiera que sea la parte donde pese. La reciprocidad de la obligación se basa en el hecho de que el pago puede establecerse sobre cualquiera de las dos partes. Cuando la evolución de los tipos es tal que una sola parte tiene la carga total de los pagos, todavía no borra la obligación inicial y recíproca de las dos partes a pagar. La reciprocidad de las obligaciones parece entonces verificada.

La reciprocidad de las obligaciones no es suficiente para un contrato sinalagmático. La interdependencia de las obligaciones es necesaria; cada parte debe obligarse dependiendo de la obligación tomada por la otra hacia la primera. Esta exigencia nos conduce a tener que precisar cuál es la causa de los contratos de Swap, o más exactamente, cual es la obligación convencional implicada por los Swaps. La causa es lo que explica la obligación, considerando esta definición, hay dos interpretaciones posibles. Se puede tratar de una causa eficiente, es decir, generadora de obligaciones. Concretamente da ejecución a la formalidad prescrita, es decir, al pago del importe previsto en el contrato y es una visión objetiva de la cláusula. Se puede tratar sucesivamente de una causa final, es decir, un fin perseguido del cual se obliga. Entonces es una noción de naturaleza objetiva. Durante mucho tiempo el dogma de la autonomía de las voluntades nos ha conducido a una interpretación abstracta y objetiva de la causa<sup>391</sup>, porque si el hombre es de verdad libre de unirse, no tiene que explicar las

---

<sup>390</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 42 -5

<sup>391</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss



razones del porque lo ha hecho<sup>392</sup>. Esta concepción individualista permite limitar el control de los tribunales sobre motivos que han determinado el consentimiento de las partes, así como en la doctrina clásica, en los contratos sinalagmáticos, la causa de la obligación de cada parte es la obligación de la otra. Esta concepción ha sido violentamente atacada por la doctrina moderna que se orienta hacia una concepción de la causa de naturaleza subjetiva, pero compuesta por elementos objetivos<sup>393</sup>. Así en los contratos sinalagmáticos, la causa de la obligación asumida por una parte no es la obligación de la otra (pero sí, la representación intelectual y psicológica de la ejecución de esta obligación). La causa aparece como el conjunto de motivos o de movientes que el derecho considera. Con esta nueva definición, la causa se vuelve útil en tres funciones: la ausencia de la causa y la causa ilícita y además como instrumento de calificación del contrato; algunos autores hablan de la causa categórica, destinada a determinar una categoría de actos jurídicos<sup>394</sup>. La aplicación de la teoría de la causa a los Swaps implica considerar por separado los Swaps que crean obligaciones bilaterales de pago o los que comportan el pago de un solo diferencial.

En relación a los Swaps que implican un pago bilateral, las obligaciones son interdependientes. La causa de la obligación de pago de las partes es la transferencia de la obligación o del producto de actividades o pasividades financieras, que tienen por objeto la cobertura, el arbitraje, la especulación. La causa eficiente esta materializada por los pagos recíprocos. En el caso de los Swaps que comportan el pago de un diferencial, la causa final es la misma que hemos descrito anteriormente, pero la causa eficiente es diferente. De hecho, no consiste en una realización material de un pago, sino de una aceptación de un pago potencial, y de una carga del diferencial. El riesgo de pago es de la contrapartida, por cada contrayente, de la posibilidad de recibir un beneficio. Ese riesgo potencial es real y dividido de manera equivalente por las partes; pesa sobre las dos partes de manera exactamente simétrica. Entonces la existencia de la causa esta verificada, algo que permite eludir el riesgo de anulación del contrato por la ausencia de la causa, y la interdependencia de las obligaciones esta confirmada. Podemos deducir entonces que los contratos de Swaps son sinalagmáticos.

---

<sup>392</sup> Flour, J., Aubert, J.L.: *Les Obligations. 2, Sources le fait juridique*, Armand Collin, París, 1981, pg 262

<sup>393</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>394</sup> Terre, F.: "L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications", París, LGDJ, 1957, pg 77

La reciprocidad y la interdependencia de las obligaciones de los contratos sinalagmáticos dan lugar a la aplicación de un cierto número de reglas que son propias y que justifican la importancia del análisis precedente.

Las partes de un contrato de Swap pueden prevalecer sobre la excepción “no adimpleti contractus”<sup>395</sup>. Esta excepción permite a uno de los contrayentes rechazar el cumplimiento de sus obligaciones si la otra parte no se propone realizar los propios. El contrayente que opone la excepción no provoca la resolución del contrato, pero realiza una actualización de sus obligaciones. Se supone que su acción es parte del contrato, el contrayente puede invocarlo sin estar obligado a citarlo frente a un tribunal.

La segunda consecuencia es la aplicación del Código Civil que prevé la resolución judicial. Cuando uno de los contrayentes rechaza ejecutar sus obligaciones, el otro puede pedir al juez la resolución del contrato, es decir, la anulación del contrato. La resolución conlleva la extinción de las obligaciones recíprocas originadas en la relación contractual.

La tercera y última consecuencia es la aplicación de la teoría de los riesgos. Cuando en un contrato sinalagmático, una de las partes tiene la imposibilidad de ejecutar su obligación por causa de fuerza mayor, la otra parte ya no está vinculada a sus obligaciones contractuales. El principio es que los riesgos son para el deudor que no ha podido ejecutarlos “res perit debitori”<sup>396</sup>. La extinción de la obligación del acreedor, depende de la voluntad presumida de las partes. El acreedor puede oponerla al deudor sin recurrir al tribunal, ya que se aplican las obligaciones del mismo contrato: la extinción se produce de derecho. Esto comporta numerosas consecuencias: el acreedor no tiene una opción que le permita pedir la ejecución. El tribunal no tiene poderes necesarios, puede solamente limitarse a constatar los hechos y pronunciarse sobre la extinción. En ningún caso el tribunal puede acordar un reembolso de los daños al acreedor. Las dos obligaciones se extinguen retroactivamente. Todo se desarrolla como si el contrato nunca se hubiese celebrado.

El carácter sinalagmático de los contratos de Swap es seguramente uno de los más importantes porque determina las reglas aplicables por diferentes casos de

---

<sup>395</sup> Mattout, J.P.: "Opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises", Revue de Banque, n°46, enero del 1987, pg 129

<sup>396</sup> El principio "res perit debitori" no es de aplicación constante, hay excepciones: en los contratos sinalagmáticos que crean unas obligaciones de entrega, los riesgos son para el acreedor que ha vuelto a ser propietario, el principio es "res perit domino". La cuestión es entonces la de saber si esta disposición, hace falta aplicarla a los Swap de divisas. La respuesta es que depende de la calificación que se da a la moneda extranjera, si está considerada como unidad de cuenta entonces el principio es inaplicable, si al contrario está considerada como mercancía entonces el principio vuelve a ser aplicable.

extinción del contrato; esos casos son esenciales en la lógica financiera de los Swaps, en cuanto las modalidades del fin del contrato son las que determinan la rentabilidad de la operación.

Una última precisión sobre la bilateralidad o sinalagmatismo, es necesaria, por el hecho de que varios autores incluyen, en las distintas definiciones del Swap, un dato que parece por lo menos discutible: la posibilidad de concluir un contrato de Swap entre más de dos partes.<sup>397</sup>

La misma mecánica del Swap se estructura para servir a los intereses económicos-jurídicos de dos y solo dos partes. Según la definición que hemos dado, serían necesarios dos contratos de Swap distintos para que tres partes intercambiasen flujos de dinero, siendo una de ellas parte en los dos contratos. Pero la presencia de la misma parte en dos contratos distintos no implicaría vínculo jurídico alguno entre los dos Swaps.

Otro problema reside principalmente en la indeterminación del número de partes posibles en un Swap. Los autores que defienden la posibilidad de estipular un Swap con más de dos partes no especifican el número posible de las partes si fueren "de dos". En otras palabras, señalada la dificultad insuperable de la inclusión de tres partes en un mismo contrato de Swap, el esquema resultaría más complicado en proporción directa al aumento del número de las partes (si esto fuese posible, que no lo parece). A todo esto se une el hecho de que todas las normas que regulan el Swap, de carácter financiero o no, solo contemplan la intervención de dos partes, y en el mismo sentido se pronuncia la casi totalidad de la doctrina.

Por tales razones entendemos que es necesario poner en entredicho la hipótesis planteada por algunos autores acerca del carácter plurilateral del contrato de Swap.

### **3.2.4 El carácter intuitu personae en el contrato de Swap**

El contrato de Swap se estipula por dos partes que, como ya se ha indicado, tienen las mismas pero, a la vez, opuestas necesidades económicas, para un sujeto que

---

<sup>397</sup> Mori afirma que "lo schema (dello Swap) appare suscettibile d'estensione (a più di due parti)", algún autor habla de "Swap con tres participantes" o sostiene que del Swap obtendrían ventajas "dos o mas empresarios o instituciones de crédito". El autor afirma "che in questi casi si usino espressioni atecniche, per indicare quelle operzioni per le quali si provveda ab initio alla richiusura con un reverse Swap: la partecipazione di una banca, ovvero di un intermediario finanziario non bancario non rende plurilaterale lo Swap". No compartimos la idea de que se trate de un uso atécnico sino que estamos ante un uso erróneo de un concepto: si hay un intermediario que concluye dos Swaps, uno de los cuales sirve para cerrar la posición abierta con el otro, no hay un Swap con tres partes, si no dos Swaps con dos partes.

quiera firmar un Swap no es tarea fácil encontrar otra persona que desee efectuar, en determinados periodos de tiempo, pagos cifrados en una divisa concreta o a un tipo de interés que interesa al primero. Es decir, es necesario que el segundo sujeto esté también interesado en las condiciones de tiempo, cuantía, divisas y/o tipo de interés que el primero quiere ofrecerle. Por eso, ha de producirse una coincidencia especulativa entre las necesidades de ambas (o potenciales) partes en el Swap.<sup>398</sup> Normalmente, aunque la contratación de Swaps sea “OTC” (over the counter), las partes del contrato son puestas en contacto a través de un banco, que normalmente no se limita a cumplir el papel de bróker.<sup>399</sup>

El iter contractual sería el siguiente: A quiere concluir un Swap de divisas pagando un tipo anual del 7% sobre un capital de referencia de un millón doscientos mil euros, durante cinco años, y, a su vez, quiere ingresar aproximadamente el LIBOR semestral más el 0.25% mediante pagos calculados sobre un capital de referencia de 1 millón de USD. El banco X conoce las condiciones contractuales deseadas por A, y conoce también la situación de B (ya que el banco X disfruta de una posición en los distintos mercados que le permite saber quién podría estar interesado en la conclusión, por ejemplo, de este Swap), quien querría concluir un Swap en las mismas o similares condiciones, ingresando un tipo fijo anual en euros, y pagando el LIBOR en USD cada 6 meses.

El banco X puede hacer dos cosas: puede poner en contacto a las dos partes, ingresando una comisión (llamada finder fee), o puede contratar con ambos Swaps distintos, tales que se neutralicen entre ellos; Esto es, contrata con A un Swap por el que paga el LIBOR más el 0.25% de 1 millón USD e ingresa el 7% anual de 1.2 millones de euro, y simultáneamente, concluye con B un Swap por el cual paga el 7% anual (el que recibe de A) e ingresa el LIBOR más el 0.25% semestral. El banco X gana una comisión en cada contrato, directamente o a través de "lo que paga A semestralmente y B anualmente. El contrato de Swap entre el banco X y B es especulativo, y, por consiguiente, opuesto al que concluye con A. Por este motivo tales contratos se denominan "reverse Swaps", o "Swap asimétricos". Si tal contrato hubiera sido concluido entre A y B, tendríamos un "mirror Swap", un Swap "especulativo", con

---

<sup>398</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 87

<sup>399</sup> La doctrina italiana entiende que el Swap no entra en la categoría en cuestión, ya que las partes, en la mayoría de los casos, ni siquiera se conocen, porque son puestas en contacto a través de un intermediario (Catalano)

estructura idéntica a la del primer Swap, exactamente inversa, entre las mismas partes.<sup>400 401</sup>

La doctrina se ha pronunciado favorablemente al reconocimiento de la presencia del *carácter intuitu personae* en el contrato de Swap<sup>402</sup>. Para los autores que sostienen esta afirmación consideran que los contratos de Swap se concluyen teniendo en cuenta las calidades personales del contrayente; estos autores se basan en el hecho de que las operaciones bancarias como el crédito encuentran fundamento *intuitu personae*<sup>403</sup>. Según ellos, el *intuitu personae* es condición de existencia misma del mercado: “no se podría imaginar que una parte entre en una operación de Swap sin considerar la potencialidad que tiene la otra parte para realizar las propias obligaciones”. Una de las razones determinantes para la elección de las operaciones de Swap, es la consideración de la solvencia de la otra parte<sup>404</sup>.

Los Swaps no son operaciones de crédito, y aunque sean normalmente realizadas por lo menos con un banco entre las contrapartidas, no son todavía operaciones interbancarias. Además, afirmar el carácter *intuitu personae* de los Swaps considerando la solvencia de los contrayentes, no es ni satisfactorio, ni correcto. Es incorrecto decir que los contrayentes de un Swap tienen créditos diferentes, los Swaps especulativos no existen; solo mediante anticipaciones diferentes de los contrayentes, los Swaps necesitarían a lo mejor dos partes que tuvieran créditos similares; los Swaps sobre divisas son indiferentes al tipo de crédito, solamente los Swaps de arbitraje sobre tipos de interés coincidirían con la afirmación. Además, los Swaps de arbitraje sobre tipos de interés son aquellos que ponen en relación las empresas que tienen descartes de créditos; ese tipo de Swap se efectúa a menudo entre empresas clasificadas B+ hasta AAA. La observación del autor no es correcta.

En un primer análisis se podría decir que el Swap es un contrato *intuitu personae*, porque las partes se contratan entre ellas en base a sus necesidades específicas y sus características personales: no basta una contraparte cualquiera, sino una que tenga necesidades exactamente opuestas a las de la otra. Nosotros no lo entendemos así. Todos los contratos requieren la presencia de dos partes con necesidades en cierto modo

---

<sup>400</sup> Ejemplo desde el libro de Zamorano Roldan S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2003, pg 137

<sup>401</sup> Las diferencias entre mirror y reverse Swap son expuestas por Goris, H.: "The legal aspects of Swap. An analysis based on economic substance", Graham & Trotman, London, 1994, pgs 194-196

<sup>402</sup> Mattout, J.P.: "Operations d'échange de taux d'intérêt et de devises", *Revue de Banque*, n°468, enero del 1987, pg 32

<sup>403</sup> Mattout, J.P., Boulart, P.A.: ob.cit., pgs 129 y ss

<sup>404</sup> Mattout, J.P., Boulart, P.A.: ob.cit., pgs 129 y ss

especulativas. Por ejemplo, A quiere vender una casa por cinco millones de euros a pagar en 6 años, a cualquiera que acepte tales condiciones. Esto no quiere decir que se trate de un contrato *intuitu personae*,<sup>405</sup> el cual se caracteriza por una precisa capacidad profesional de, al menos, una de las partes, esto es, una específica idoneidad, o un nivel de confianza superior al normal, que conduce a un sujeto a contratar con otro determinado, y no con un sujeto cualquiera. Todos los contratos *intuitu personae* no se estipulan sino con aquel sujeto específico.<sup>406</sup> En otras palabras, el titular de la deuda es, en línea de principio, el único legitimado para cumplir.<sup>407</sup> No es fácil encontrar un sujeto, B que quiera una casa como la que ofrece A, al precio indicado, y en las condiciones de pago, etc. Pero A la vendería a B así como la vendería a C si este aceptara antes que B la oferta contractual. La figura del comprador es absolutamente accidental para A, así como para C la figura del vendedor, si encontrase dos casas igualmente interesantes para él.<sup>408</sup> En el Swap pasa lo mismo.

El mandato y el arrendamiento son clásicos ejemplos de contratos *intuitu personae*.<sup>409</sup> El mandatario es responsable de las acciones del sustituto (artículo 1721 del Código Civil Español y artículo 1717 del Código Civil; vid. También los artículos 1550 del Código Civil y 1624, 1656, 2149 y 2558 del Código Civil). La cesión de la posición del deudor de la prestación en el contrato *intuitu personae* no es habitual; más bien resulta "contradictoria". Además, la mejor doctrina afirma que los contratos personales son, por regla general, no transmisibles.<sup>410</sup>

Queda entonces la posibilidad de analizar el núcleo de la cuestión, es decir, si la calidad del contrayente está determinada por la firma del contrato. Para contestar se necesitaría antes de todo definir el *intuitu personae*. El *intuitu personae* es una noción directamente extrapolada de la teoría clásica del contrato, fundada en la autonomía de la voluntad<sup>411</sup> y sobre el hecho que los hombres están considerados como libres, iguales, y

---

<sup>405</sup> No compartimos la opinión de Costa I Ran cuando justifica la calificación del Swap como contrato *intuitu personae* sobre la base de que no se puede pensar que un sujeto querrá estipular un Swap sin valorar la capacidad económica de la contraparte para el cumplimiento de las obligaciones. Este es un principio general aplicable a todos los contratos, *intuitu personae* o no. Desde el Zamorano Roldan S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2003

<sup>406</sup> Cataudella, A.: "Intuitus personae e tipo negoziale", en *Scritti sui contratti*, Padua, 1998, pg 75

<sup>407</sup> Bianca, M.: *Diritto Civile, IV*, La obbligazione, Giuffré, Milán, 1990, pg 274

<sup>408</sup> Galgano, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II (Le obbligazioni e i contratti), Cedam, Padua, 1999, pg 123

<sup>409</sup> Vid. Cassazione Civile, sección III, de 14 de febrero de 1986, num. 894, en *Giustizia Civile*, 1986, pg 1925

<sup>410</sup> Bianca, M.: *Diritto Civile III*, Il contratto, Giuffré, Milán, 1984, pg 60

<sup>411</sup> Contamine-Raynaud, M.: *L'intuitu personae dans les contrats*, Tesis París II, 1974, pg 33

desatados de cualquier vínculo; se basa sobre el principio de la autonomía de la voluntad. Permite compensar la imagen abstracta e igualitaria de las personas vista por el derecho clásico; permite devolver a las personas sus características sociales.

Hay *intuitu personae* cuando el contrayente, en lugar de considerar únicamente la prestación que se espera del contrato, considera igualmente a la persona que tiene que darle dicha prestación. La considera, porque la persona tiene incidencia sobre el objeto en cuestión. “Es como la persona que elige un determinado pintor porque esta de moda, porque le gusta el estilo, para hacer su propio retrato, aunque el pintor no es el objeto del contrato; y en este caso el cuadro, depende estrictamente de su autor. Hay de alguna manera, una incorporación de la personalidad del contrayente en el objeto de la prestación. La persona se encuentra elegida, porque una o más de sus características se encuentran consideradas, es decir, apreciadas al mismo tiempo y al mismo título de la cosa. Una parte de la persona se vuelve objeto de comercio”.<sup>412</sup> Esta consideración de la persona puede alcanzar tres niveles distintos; si la persona no hubiera hecho el contrato, si hubiera contactado con otra persona, en este caso la consideración de la persona es causa del contrato; si hubiera contratado con cualquiera, excluidas las personas que presentan características particulares, o hubiese contratado en cualquier modo, pero hubiera elegido la persona que más le habría gustado.

Esta distinción no es sencilla, no explica por si misma el mecanismo que contrapone los contratos *intuitu personae* de los que no son; aquí encontramos uno de los problemas del derecho, la dificultad de crear diferencias de naturaleza, en lo que sería simplemente un matiz. Es por eso que algunos autores han propuesto no hacer esta distinción, intentando crear unas categorías intermedias, como la del *intuitu personae* negativa.<sup>413</sup> El *intuitu personae* negativo presupone una exclusión; el oferente acepta contratar con quien sean, excluidos todos aquellos que tienen una determinada característica. Contrariamente al *intuitu personae* positivo, donde el rechazo es la regla y la aceptación es la excepción, aquí la regla es la aceptación y el rechazo es la excepción. El *intuitu personae* puede ser una venta en efectivo.<sup>414</sup>

Buscamos identificar los Swaps en estas categorías citadas. El tesorero que quiere organizar un Swap de cobertura, de arbitraje o de especulación, dispone de un activo o pasivo financiero que será la base por el cálculo de la obligación de pago. Él

---

<sup>412</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pg 33

<sup>413</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pgs 33 y ss

<sup>414</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pgs 33 y ss

sabe qué tipo de financiación satisface a sus exigencias y a sus objetivos y también sabe quién podría ser una contraparte satisfactoria. El tesorero busca en el mercado una operación específica y procede haciendo ofertas en mercados diferentes, con el fin de concluir Swaps, recibe por lo tanto contraofertas de Swaps; cuando las dos operaciones tienen necesidades complementarias, se alcanza un acuerdo sobre las condiciones. Todos estos procedimientos se hacen por teléfono o mediante dealing<sup>415</sup> y crean algo que se llama mercado de Swaps. En la primera etapa los operadores hacen propuestas múltiples e indeterminadas; esto es el primer elemento del carácter *intuitu personae* positivo de los Swaps. Cuando un tesorero necesita un Swap para gestionar su cartera financiera, lo concluirá de cualquier manera, porque lo considera necesario, porque responde a la necesidad interna de equilibrio de la tesorería y de rentabilidad de la empresa o del banco. La causa del contrato no es el mismo contrayente.

Pongamos el ejemplo de que el operador reciba más respuestas permitiendo la puesta en acto del Swap que deseaba. Es evidente que elija, entre todos los candidatos, el que más garantice el pago de todos los importes que se requieran en la operación de Swap, hasta su vencimiento; su criterio de elección objetivo es la solvencia de su futuro contrayente. Del mismo modo en las ofertas realizadas telefónicamente, puede ser que el contrayente quiera concluir el contrato solamente con algunos operadores de los cuales conoce la seguridad de la solvencia; podría rechazar la entrada en el Swap con una entidad que considere demasiado peligrosa; Es correcto notar que los tesoreros de los bancos tienen un listado de los primeros nombres y el listado del rating de las contrapartidas, con los cuales el operador trata los Swaps de forma casi automática.<sup>416</sup>

Considerando estas costumbres, se podría pensar que los Swaps son contratos con características del *intuitu personae* negativo; el operador está dispuesto a contratar con cualquiera, pero éste debe ser suficientemente solvente.

La exclusión de la voluntad de contratar se basa en el criterio de la solvencia y es un elemento peculiar del *intuitu personae*. La preocupación de la solvencia del contrayente se presenta en todas las relaciones jurídicas. La pregunta que nos ponemos es, ¿esta exclusión es carácter del *intuitu personae* negativo o es inherente a todos los contratos? El carácter del *intuitu personae* negativo tiene algunos límites<sup>417</sup>.”

---

<sup>415</sup> Instrumento utilizado por los profesionales del mercado, que utiliza las líneas telefónicas y se presenta como un "chat", obteniendo así la ventaja de obtener las conversaciones registradas e impresas, evitando así numerosas dudas y malentendidos. La más utilizada es la Reuters dealing 3000

<sup>416</sup> Boulart, P.A.: ob.cit., pgs 129 y ss

<sup>417</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pgs 33 y ss



Obviamente, todas las personas que formulan una oferta de contrato desean que las prestaciones se ejecuten. Es evidente que si la contraparte es insolvente, no responderá a la expectativa. Así que, como el que desea vender un inmueble no pone ninguna condición al comprador, su propuesta comporta siempre una excepción: la solvencia del comprador. Además la jurisprudencia siempre ha rechazado tener en cuenta, por lo menos directamente, el error sobre la solvencia de la persona.<sup>418</sup> Es justo precisar que la solvencia no se refiere a la persona propiamente dicha, sino a su patrimonio, y en consecuencia esta característica no puede ser incluida como *intuitu personae*, porque no asegura la existencia de la prestación, sino su calidad. La solvencia se refiere a la ejecución de la prestación y no a su calidad”. Otros autores confirman este análisis, subrayando que hay en todos los contratos una reserva fundada sobre la solvencia del contrayente y que todas las ofertas contienen implícitamente esta reserva;<sup>419</sup> al mismo tiempo, la doctrina siempre ha confirmado que la oferta hecha por una parte insolvente, no podría ser considerada como una oferta seria, la jurisprudencia adopta la misma solución<sup>420</sup>; la aceptación por parte de una entidad donde la solvencia es insuficiente, no tiene eficiencia.

Si este es el motivo del rechazo de un operador de efectuar un Swap, la causa no puede ser considerada el *intuitu personae*; la causa es la insolvencia de la contrapartida. El defecto de solvencia no pertenece ni a la persona, ni a la relación contractual. La conclusión de este análisis es que los Swaps no son contratos de *intuitu personae*: las elecciones de los contrayentes es simplemente la normal expresión de la libertad de contratar y del conjunto de reglas de derecho común sobre la oferta y la aceptación de una propuesta de contrato.

Las características del contrato *intuitu personae* parecen difícilmente compatibles con los imperativos aplicados a los contratos de Swap. El *intuitu personae* añade un elemento más al contrato, pone la formación más compleja y tiene consecuencias al momento de la ejecución del contrato.<sup>421</sup>

El *intuitu personae* sería fastidioso tanto en la formulación de la oferta, como en la posibilidad de poder extinguir el contrato por error sobre la persona.

---

<sup>418</sup> Contamine-Raynaud, M. : ob.cit., pgs 33 y ss

<sup>419</sup> Vialard, V.: "L'offre publique de contrat", R.T.D.Civ, París, 1971, pg 750

<sup>420</sup> París 14 de enero del 1974 p 171: L'offre n'oblige qu'à l'égard d'un acheteur "sérieux et solvable";

<sup>421</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pgs 33 y ss

El Swap no se estipula en consideración a la calidad de las partes,<sup>422</sup> si no teniendo en cuenta sus respectivos intereses y necesidades opuestas. En el Swap la cesión de la posición contractual de las partes es posible (ver los artículos 1203, 1526, 1527 y artículos 1406 del Código Civil Italiano). Los contratos marco contienen entre sus cláusulas la posibilidad de ceder la posición contractual a un tercero. Así, el contrato ABI establece en su artículo 11 que los contratos y los derechos derivados de aquéllos no son cesibles sin el previo consentimiento por escrito de la otra parte. Esto quiere decir que, siempre que una de las partes dé su conformidad, la posición contractual de la otra puede ser cedida. Periódicamente el artículo 11 ha sido nominado como "prohibición de cesión". Podría afirmarse, en contra de nuestra posición, que el arrendamiento perdería su carácter de contrato *intuitu personae*. La necesidad jurídica del consentimiento de la contraparte en la cesión de la posición contractual deudora es aplicable a cualquier contrato sinalagmático<sup>423</sup> (artículos 1205 y 1527 del Código Civil, y artículo 1406 del Código Civil).

¿Si el Swap fuera un contrato *intuitu personae*, cómo explicar el desarrollo, todavía lento, pero cierto, del mercado secundario de Swaps?<sup>424</sup> Además, en el caso de que una de las partes cometa un error de hecho sobre la identidad del otro contratante, ¿será anulable el Swap en base a un error esencial? ¿No sería más lógico pensar que lo que verdaderamente importa a las partes es la solvencia de la otra? Si es así, y de acuerdo con la jurisprudencia que sostiene que el estado de insolvencia (por tanto, también la solvencia en si misma) es una circunstancia de hecho y no una cualidad de la persona,<sup>425</sup> resulta que el Swap no es un contrato *intuitu personae*.

---

<sup>422</sup> Esta es la opinión de Vega Vega, J.A.: ob.cit. pg 78 y de Chabert P.Y.: "The Legal Treatment of Swap Transactions in France", en Law and Policy in International Business, Vol. 21, num.1, 1989, pg 177. En contra Costa I Ran, L.: "El contrato de permuta financiera (Swap agreement). Su configuración jurídica y estructura documental", en Rivista Juridica de Cataluña, Barcelona, 1988, pg 63 y Caputo Nassetti, F.: Profili civilistici dei contratti derivati finanziari, Giuffré, Milán 1997, pg 77

<sup>423</sup> Galgano, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II (Le obbligazioni e i contratti), Cedam, Padua, 1999, pg 121

<sup>424</sup> El mercado secundario de Swaps es un fenómeno explicado ampliamente por Goris, H.: "The legal aspects of Swap. An analysis based on economic substance", Grham & Trotman, London, 1994, pgs 44 y ss, pgs 172-201.

Los tipos de operaciones que se estipulan en aquel son "The legal assignment of the agreement to a new counterparty; 2) the conventional early termination by the original parties; 3) the reverse Swap; and 4) the technique of Swap participations. The feature they have in common is that they offer the possibility of terminating a previously created Swap position (...)". En Italia, la descripción del mercado secundario de Swaps y de las técnicas de negociación existentes en el se pueden ver en Cirillo, A.: Ob.Cit, pg 141-148.

<sup>425</sup> La sentencia del Tribunal de Parma de 2 de mayo de 1977, en Giurisprudenza di merito, 1977, I, pg 802. Aporta opiniones en contra de la doctrina francesa Cataudella, "Intuitus personae e tipo negoziale", en Scritti sui contratti, Padua, 1998.

En definitiva, el contrato *intuitu personae* no puede ser confundido con el contrato con relevancia personal, es decir, el contrato en el que la persona del contratante interesa en cuanto a que la exactitud y puntualidad en el cumplimiento dependen de la "seriedad" y de los medio materiales y económicos de la parte contratante<sup>426</sup>. El Swap, en nuestra opinión, es un contrato de relevancia personal.

Las modalidades de la oferta a personas indeterminadas son particulares, y se diferencian de las que se concretan en el caso de un contrato *intuitu personae*, las condiciones de conclusión del contrato se diferencian mucho; el contrato *intuitu personae* debe integrar a la persona o por lo menos sus elementos determinantes en el equilibrio contractual, mientras que la oferta no podría tener la misma portada si tuviese características de contratos donde esta previsto el *intuitu personae*: pero puede, una vez que la oferta esté hecha y la aceptación emitida, apreciar las calidades de su contrayente y decidir no concluir el contrato<sup>427</sup>. De manera que la oferta de un contrato comporta un elemento de *intuitu personae*, del mismo modo que una oferta en "pourparler". En ambos casos, unos elementos ya están claros, (objeto, precio, condiciones, etc.) mientras que otros, relativos a la calidad de la ejecución, todavía no están determinados<sup>428</sup>. Esta solución, deroga entonces al principio propuesto por el tribunal supremo francés que bien aclara la mínima distinción: "la oferta al publico une el promotor al primer aceptante en las mismas condiciones que la oferta hecha a persona determinada"<sup>429</sup>. La oferta de un contrato comporta un elemento de *intuitu personae* a personas indeterminadas y por lo tanto está necesariamente incompleta. Una situación así es difícilmente aceptable en el mercado de Swaps: los operadores que trabajan en el mercado deciden por teléfono transacciones a realizar: verifican simplemente que las partes aceptantes sean suficientemente solventes (esto se traduce en una simple verificación que la eventual contraparte tenga un rating satisfactorio según reglas de tesorería), antes de concluir la transacción. Una vez que la comunicación telefónica o por dealing haya terminado, la transacción se considera definitivamente concluida; generalmente está confirmada por un contrato escrito y por un "Swift", pero se considera existente al momento de la comunicación telefónica. Los tesoreros las

---

<sup>426</sup> Galgano, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II (Le obbligazioni e i contratti), Cedam, Padua, 1999, pg 308, nota 56; Bianca, M.: *Diritto Civile III*, Il contratto, Giuffrè, Milán, 1984, pg 61

<sup>427</sup> Lyon, 16 de mayo del 1928, D.P.1928. II, P 197, nota Voirin: La corte ha decidido que no se puede notar en una oferta de locación una obligación firme e irrevocable del subscritor obligándole a aceptar como arrendatario el primer llegado, cualquiera que sea su moralidad, solvencia y su situación familiar.

<sup>428</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pgs 33 y ss

<sup>429</sup> Cass.Civ. 3a, 13 de junio del 1972, D.1973, pg 88

inscriben directamente sobre sus propias tablas de tesorería, y de esta distinción, ya se tiene en cuenta de inmediato en las operaciones siguientes del mismo día. De hecho sería inimaginable que un tesorero de un banco o de una empresa que, habiendo concluido un Swap telefónicamente o mediante dealing<sup>430</sup>, al día siguiente cambie de opinión sobre su decisión alegando la excusa que la contraparte tenía uno u otro defecto. Ningún mercado podría aceptar un acto similar. El *intuitu personae* provocaría lentitud en los procedimientos y daría una vía de fuga incompatible a la ética de los mercados financieros.

El *intuitu personae* daría una oportunidad de anulación del contrato por vicio de consentimiento por error sobre la persona. Como hemos visto en el ejemplo francés según el Art. 1110 del Código Civil, el error “no es causa de nulidad cuando cae sobre la persona con la que se tiene intención de contratar, al menos que la consideración de esta persona no sea la causa principal del acuerdo”. La doctrina nunca ha criticado esta solución: “Si existe un error sobre la persona, hay que considerar si esta persona ha sido la causa principal del acuerdo; es decir, el juez tiene que estar convencido de que la parte no se habría obligado, si hubiera cometido tal error”<sup>431</sup>; la jurisprudencia sostiene la misma opinión. Este criterio que considera la nulidad por error sobre la persona, corresponde exactamente a la definición de los contratos *intuitu personae*, la doctrina se ha acostumbrado a decir que “el error es causa de nulidad solamente en los contratos concluidos *intuitu personae*”.<sup>432</sup> Esta posibilidad de fuga después de la conclusión de un contrato es incompatible con la buena organización del mercado de Swaps por las razones anteriormente explicadas.

La existencia del *intuitu personae* pone más complicada la formación del contrato en cuanto la oferta produce solamente efectos atenuantes y el mismo contrato tiene un riesgo añadido de nulidad por error sobre la persona; esta debilidad de la fuerza obligatoria del contrato se manifiesta igualmente en el curso de su ejecución. La ejecución de un contrato *intuitu personae* es más difícil, porque puede ser solamente obra de quien ha sido elegido y se encontrará, de hecho, más limitado. Además la cesión a terceros no es en teoría posible<sup>433</sup>. El principio de la ejecución personal está previsto por el artículo 1237 del Código Civil francés para las obligaciones de hacer: “La obligación de hacer no se puede cargar sobre terceros, contra la voluntad del acreedor,

---

<sup>430</sup> Sistema de chat utilizado en los mercados financieros (Reuters dealing 3000 es el más común)

<sup>431</sup> Bigot de Preameneu, C.: “Commentaire à l’article 1110”, Frenet, T.XIII, París, 1989, pgs 223 y ss

<sup>432</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>433</sup> Contamine-Raynaud, M.: ob.cit., pgs 33 y ss

cuando este tiene el interés que la cumpla el mismo deudor”. El caso de las obligaciones de hacer ha sido expresamente previsto por el código y constituyen el dominio del *intuitu personae* por excelencia. Esta imposibilidad para los terceros de realizar la obligación parece totalmente diferente en el caso de los Swaps. Aquí nace una cuestión: ¿porque sería posible para los terceros pagar las sumas debidas en virtud de un contrato? La calidad de la prestación será la misma, los Swap prevén que la calidad de los pagos puede ser variable.

Si se consideran los Swaps como contratos *intuitu personae*, ¿como se podría conciliar esta característica con la existencia de un garante? La solución consiste en reconocer un tercero como garante y en considerarle como parte del *intuitu personae*; no hacerlo sería como aceptar el pago por parte de un tercero y eso no sería posible. Pero eso pone un nuevo problema: al momento de una eventual cesión del Swap, ¿Qué pasaría con la garantía si se propone un nuevo garante? Eso supondría incluir en el contrato, sea cláusulas de cesión, sea cláusulas de aceptación para los nuevos garantes. Todo eso comporta añadir muchas complicaciones a la transacción, para llegar finalmente a darle un régimen jurídico equivalente al de los contratos no *intuitu personae*.

La cuestión de la ejecución forzada aún evidencia una situación complicada para los que apoyan la teoría del *intuitu personae*. El artículo 1142 del Código Civil francés – siempre considerando el ejemplo de nuestros vecinos, mucho más avanzados jurisprudencialmente sobre el tema – dice: “Todas las obligaciones de hacer se solucionan compensando los daños, en casos de no-ejecución de la parte deudora”. La ejecución forzada es por lo tanto imposible para los contratos *intuitu personae*, algo que está confirmado por la jurisprudencia<sup>434</sup>. La obligación se puede resolver solamente con una compensación de los daños, es decir, con una obligación de pago. El principio de la no-cesión de la obligación es una consecuencia añadida del *intuitu personae*, que no se puede eludir mediante la estipulación de un contrato, sino que hincharía solamente la estructura y se opone por principio a la perfecta liquidez del mercado, así como al desarrollo del mercado secundario.<sup>435</sup>

El análisis de la posible aplicación del régimen de contratos *intuitu personae* en los Swaps revela numerosas dificultades. No solamente hincha las estructuras, sino que hace la situación más arriesgada, sea en el momento de la oferta, sea en la fase de

---

<sup>434</sup> París, 2 Diciembre 1897, D.P. 1898.2.465, nota Planiol, M.

<sup>435</sup> Cass. Com, 10 de junio del 1960, nota Auteserre A.

conclusión del contrato; además en el momento de la ejecución del contrato, las reglas de los contratos *intuitu personae* son incompatibles con las tendencias y la economía del mercado de Swaps, mientras que las cláusulas contractuales serían siempre más necesarias en el régimen jurídico de los contratos *intuitu personae*.

Tanto el análisis del contrato, como el examen de las consecuencias de la calificación, son motivos suficientes para considerar que los Swaps no son contratos *intuitu personae*.

### 3.2.5 Contratos a título oneroso

En el negocio oneroso, los sacrificios que mutuamente realizan las partes están compensados o encuentran su equivalente en el beneficio que obtienen. En el negocio lucrativo por el contrario, el beneficio de una de las partes no está acompañado de ningún sacrificio en su contrapartida.<sup>436</sup>

Los contratos de Swap son unos contratos a *título oneroso*, no a título gratuito. El contrato a título gratuito se define como “el contrato donde una de las partes procura una ventaja puramente gratuita”. La doctrina ha sostenido varias interpretaciones de esta definición. Para algunos el contrato a título gratuito se caracteriza por la ausencia de contrapartidas, y de un aislamiento de las relaciones económicas; para otros hay que considerar el enriquecimiento futuro o empobrecimiento inmediato<sup>437</sup>; otros, lo definen como un contrato “que procura o podrá procurar a una persona una ventaja resultante sea de un enriquecimiento, sea de un servicio prestado, sin que el beneficiario tenga que dar una compensación”.

Se puede definir un contrato a título oneroso como “el contrato que obliga a cada una de las partes a dar o a hacer algo”, eso resalta una proximidad marcada con los contratos sinalagmáticos. La doctrina soluciona este problema iluminándonos sobre la reciprocidad de las ventajas que es el criterio de distinción entre actos a título gratuito y actos a título oneroso y la reciprocidad de la obligación que permite separar los contratos sinalagmáticos y los contratos unilaterales. Los Swaps comportan un pago bilateral y evidencian claramente la reciprocidad de las ventajas que consisten en un pago debido por ambas partes. Los Swaps implican pagos de un diferencial que se basa

---

<sup>436</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 42 - 6

<sup>437</sup> Grua, F.: *L'acte gratuit en droit commercial*, Tesis París I, 1978, pg 87

además sobre una reciprocidad de ventajas, que consisten en aceptar un riesgo de tener que pagar según la evolución de los tipos; la ventaja indirecta es la transferencia de actividades y pasividades financieras. En todos los casos, aún se puede confirmar esta característica que denota como en los Swaps no hay alguna intención liberal y que ninguna de las partes está totalmente libres de obligaciones en el momento de la finalización del contrato.

Según el Código Civil español, los contratos onerosos (por ejemplo en la compraventa, uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa y el otro a entregar por ella un precio – Art. 1445- prototipo de contrato oneroso), son opuestos a los contratos a título gratuitos (por ejemplo la donación, que es un acto de liberalidad consistente en disponer el donante gratuitamente de una cosa a favor del donatario - Art.618).

La distinción entre contratos onerosos y gratuitos ofrece diferencias en cuanto al régimen de la acción paulina o revocatoria (Art. 1111 y 1297), los lucrativos se celebran en consideración a la persona favorecida (*intuitu personae*) (Art. 1267, Párr. 2); sobre lo entregado por contrato gratuito puede operarse una reducción (Art. 816 y 636), y la onerosidad del contrato genera mayor responsabilidad (por ejemplo, Art. 1726).<sup>438</sup>

Los Swaps que comportan un pago bilateral dejan aparecer claramente la reciprocidad de las ventajas, este es el criterio de distinción de los actos a título oneroso respecto a los de título gratuito, por oposición a la reciprocidad de las obligaciones que permiten separar los contratos sinalagmáticos unilaterales que consisten en pagos debidos por cada parte o en aceptación del riesgo de deber pagar según la evolución de los tipos.

En consecuencia, en el cuadro de una acción “paulina”, la jurisprudencia exige que el acreedor aporte la prueba de la complicidad de terceros, mientras que esta prueba no se pide cuando el contrato es a título gratuito.

Para determinar la naturaleza del elemento intencional requerido por terceros, se hace la siguiente distinción: si el acto económicamente equilibrado es destinado a defraudar los acreedores, los terceros deberán tener la voluntad de ayudar al deudor a organizar el fraude y a perjudicar a sus acreedores; cuando al contrario, el acto es económicamente dañino al deudor, es suficiente que el tercero conozca la insolvencia del deudor y sepa que el acto creado incrementa esta insolvencia.<sup>439</sup>

---

<sup>438</sup> Santos Briz, J.: *Tratado de Derecho Civil*, Tomo III, Barcelona, 2003, pg 205

<sup>439</sup> Para confirmar esta teoría hay en Francia la Cass. Civ. 1, 19 aprile 1967, Gaz Pal, 1967.1342.

El hecho de que los contratos de Swap sean concluidos a título oneroso comporta dos consecuencias. Cuando el acto se concluye a título oneroso, el juez tiene que elegir entre el interés del acreedor o el interés de un tercero, que ha hecho un sacrificio correspondiente a la ventaja recibida; la jurisprudencia exige que el acreedor aporte la prueba de la complicidad de terceros, cuando esta prueba no se pretende, el contrato se considerará a título gratuito. Para determinar la naturaleza del elemento intencional pedido por los terceros, hay que distinguir: si el acto económicamente equilibrado está destinado a defraudar a los acreedores, los terceros deben actuar con la voluntad de ayudar al deudor a organizar el fraude y a perjudicar a sus propios acreedores; sin embargo si el acto es económicamente perjudicial al deudor, es suficiente que los terceros sean conscientes de la inviolabilidad del deudor y sepan que el acto creado aumenta la propia insolvencia.

Precedentemente hemos escrito que los contratos bilaterales son siempre onerosos, porque el derecho que cada parte consigue, al obligarse la otra a su favor, lo obtiene sacrificándose al obligarse, a su vez, a favor de aquélla. Lo que es importante precisar es que no todos los contratos onerosos son bilaterales, pues, a veces, el beneficio que una parte recibe a cambio de su obligación, es una prestación actual, y no que la otra parte quede obligada a su favor.<sup>440</sup>

### **3.2.6. El carácter conmutativo o aleatorio de los Swaps**

En los contratos de Swap las partes pactan una serie de pagos que se realizan en periodo de tiempo sucesivos. Del desarrollo del Swap surgen dos cuestiones jurídicas básicas: por una parte, si tal esquema contractual tiene carácter conmutativo o aleatorio, y, por otra, si las prestaciones cuyas partes se obligan recíprocamente tienen que ser equivalentes.<sup>441</sup>

La clasificación de los contratos de Swap según ese criterio se ha vuelto uno de los aspectos más populares del derecho mercantil, alimentando las reflexiones de la doctrina durante varios años. El rápido desarrollo de los Swaps, así como las estrategias agresivas de ciertos bancos, que han seguido el ejemplo de los bancos de inversión americanos, han atraído el interés de los juristas, los cuales lanzaron un gran debate jurídico que puso otra vez en discusión, en un primer momento, la confianza de los

---

<sup>440</sup> Albadalejo, M.: *Derecho Civil II*, Derecho de obligaciones, Madrid, 2004, pgs 78 y ss

<sup>441</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 121



inversores en este instrumento. “¿El contrato de Swap podría ser considerado como una apuesta?” La respuesta ha sido muy discutida e indecisa: antes de todo hay que entrar en el razonamiento de los juristas que ponen en discusión la misma validez del contrato de Swap.

Como hemos dicho antes, los Swaps son contratos bilaterales: Este tipo de contratos en el derecho español puede distinguirse en aleatorios o conmutativos dependiendo de si las partes asumen o no-riesgo de pérdida o ganancia al celebrarlos. Ejemplo de aleatorios es el juego, la apuesta, el seguro; ejemplos de conmutativos, la compraventa de una cosa totalmente determinada en cierto precio, o el arrendamiento del local por tal o cual renta.

El Código Civil español define el contrato aleatorio diciendo: “Por el contrato aleatorio, una de las partes, o ambas recíprocamente, se obligan a dar o hacer alguna cosa en equivalencia de lo que la otra parte ha de dar o hacer para el caso de acontecimiento incierto, o que ha de ocurrir en tiempo indeterminado” (Art.1790).

La determinación del carácter conmutativo y aleatorio es útil para un doble fin: por un lado, a efectos de precisar el objeto del contrato, y, por otro, con el objetivo de determinar si son aplicables o no las normas sobre la resolución del contrato por excesiva onerosidad.<sup>442</sup>

Sobre el concepto de contrato aleatorio se ha discutido mucho en la doctrina y en la jurisprudencia en Italia. Pero las conclusiones a las que se ha llegado en este debate no son pacíficas. En realidad no hay acuerdo sobre el concepto de "aleatoriedad", y, por lo tanto, tampoco sobre el concepto de contrato aleatorio.<sup>443</sup>

La definición de los contratos conmutativos o aleatorios provoca el nacimiento de dificultades. Estas dificultades se notan sobre todo analizando una vez más el Código Civil francés, donde en el artículo 1104 se dice: “el contrato es conmutativo cuando cada parte se obliga a dar o hacer una cosa que esta considerada como el equivalente de lo que se da o de lo que se hace. Cuando el equivalente consiste en la posibilidad de una ganancia o de una pérdida por cada parte, y eso depende de un evento incierto, el

---

<sup>442</sup> Ver el artículo 1467 del Código Civil Italiano

<sup>443</sup> Di Giandomenico, G.: "I contratti aleatori", en *Giurisprudenza Sistematica Civile e Commerciale* (dirigida por Bigiavi, W.), Turin, 1988, pgs 676 y ss, quien afirma que en este tema caben dos opciones alternativas: 1) entender que el régimen jurídico de los contratos aleatorios no se debería limitar a los artículos 1448 y 1469 del Código Civil, , por tanto, que es necesario volver a escribir la teoría del contrato aleatorio en términos distintos de los que han sido utilizados hasta ahora; 2) impedir que los contratos como el seguro, el juego y la apuesta puedan ser calificados como aleatorios en el Derecho vigente. En ambos casos se llega siempre a la misma conclusión: plantear el problema del contrato aleatorio en términos distintos de los empleados hasta la fecha.

contrato es aleatorio”. El artículo 1964 del Código Civil francés dispone que “el contrato aleatorio es un pacto recíproco donde los efectos, las ventajas y las pérdidas, son para ambos contrayentes o solamente para uno de ellos, que depende de un evento incierto”. No está mencionado en este artículo que la posibilidad de pérdida o de ganancia sea por “cada una de las partes”.

En el Código Civil español el contrato aleatorio es cualquier contrato cuyo resultado depende de la suerte o del azar, o de eventos fortuitos o que han de ocurrir en tiempo indeterminado, como por ejemplo la muerte de una persona (Art. 1790, 1791, 1798 y 1802). Opuesto al contrato aleatorio es el conmutativo: *a contrario sensu*, del artículo 1790 del C.Civil español se deduce que el concepto de estos contratos; son aquellos en que una de las partes o ambas recíprocamente se obligan a dar o hacer alguna cosa en equivalencia de lo que la otra parte ha de dar o hacer en tiempo determinado o al realizarse un cierto acontecimiento.

Se encuentran en la doctrina varias definiciones ambiguas. Para algunos “el contrato es conmutativo cuando la ventaja de cada parte contratante es susceptible de ser evaluada al momento de la conclusión del acto. El contrato aleatorio es aquello donde la ventaja que las partes obtienen del contrato no es estimable al momento de la conclusión del acto, porque depende de un evento incierto”.<sup>444</sup> Esta definición parece estar aceptada por la mayoría de los autores y es la misma considerada por el tribunal supremo francés: un contrato es aleatorio “cuando la ventaja que las partes traen no es apreciable al momento de la formación del contrato, porque depende de un evento incierto”<sup>445</sup>. La duda es siempre la de saber si en los contratos aleatorios, el riesgo viene por ambas partes o solamente por una de ellas. En el ejemplo francés, el tribunal supremo se ha pronunciado – refiriéndose al artículo 1104 – para resolver el caso de una venta de una fuente de agua mineral, concluida con la posibilidad de un posible retiro de la autorización correspondiente por parte de la administración pública; citaba que “la no renovación de la autorización no puede procurar al vendedor algún beneficio añadido y que las posibilidades de pérdidas del comprador no estaban compensadas por la posibilidad de beneficio del vendedor, ese contrato según el artículo 1104 C.c. francés, no podía ser considerado aleatorio”<sup>446</sup>. La concepción de aleatoriedad está bien

---

<sup>444</sup> Ghestin, J.: ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>445</sup> Cass.soc 19 de enero del 1961, Bull. Civ. n°77, pg 61

<sup>446</sup> Dierckx, F.: “Les opérations d’échange de taux d’intérêts et de devises en droit belge”, intervenido en al Conférence du Luxembourg, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el “Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), sobre las

identificada por el tribunal supremo francés, aunque parece que la jurisprudencia admite que la aleatoriedad pueda verter solamente sobre una de las partes. Hay mucha confusión hoy en día, aunque la doctrina quisiera ver la jurisprudencia orientarse hacia una concepción bien determinada de aleatoriedad, atribuyéndola a las dos partes del contrato. El evento que es provechoso para una de las partes tiene el derecho de provocar una pérdida para la otra, “no se concibe que la suerte sea unilateral”<sup>447</sup>. Frente a esta incertidumbre, examinaremos entonces dos concepciones cuando se presenten.

Hay un sector doctrinal que afirma que el concepto de contrato aleatorio esta alrededor del elemento "ventaja patrimonial" que, para un evento incierto, puede ser atribuido a uno u otro de los contratantes.<sup>448</sup> Caracterizada por un excesivo finalismo, esta corriente doctrinal fue criticada por otra que sostenía la imposibilidad de aceptar la generalización que aquella implicaba. Los autores de este diferente sector de la doctrina definen el contrato aleatorio como aquel en el que la prestación de una o las prestaciones de las dos partes se determinan en función de un evento futuro e incierto, de forma que es aleatorio el contrato a través del cual un evento incierto incide sobre la existencia o sobre la determinación de una prestación.<sup>449</sup>

Hay autores que, en relación a los contratos aleatorios, como especie del género de los contratos onerosos o de los contratos con prestaciones reciprocas, evidencian que la aleatoriedad incide básicamente sobre las relaciones entre las prestaciones correspondientes o entre las situaciones jurídicas subjetivas correspondientes o entre las situaciones jurídicas objetivas correspondientes, y, por ello, sobre la determinación de los respectivos equilibrios contractuales.<sup>450</sup> Lógicamente, y por consiguiente, se podría afirmar que el contrato aleatorio está determinado por el intercambio de dos riesgos,<sup>451</sup> teoría con la que no podemos estar de acuerdo por las razones descritas anteriormente y que repetiremos a continuación.

---

“operaciones de cambio y de tipo de interés e de divisas en derecho continental”, el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo, pgs 129 y ss

<sup>447</sup> Meyrier, F.: "Les contrats d'échanges de devises e de taux d'intérêts (Swaps)", D.P.C.I, T.12, n°1, París, 1986, pg 23.

<sup>448</sup> Messineo, F.: *Il contratto in genere, en Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, (dirigido por Cicu y Messineo), tomo, XXI, vol.1, Giuffré, Milan, 1973, pg 774; Rescigno, P.: *Manuale di Diritto Privato italiano*, Jovene P.Trimarchi., Nápoles, 1975, pg 636

<sup>449</sup> Ascarelli, T.: *Problemi giuridici*, vol II, Milán, 1959, pg 743; Scalfi, G.: "Considerazioni sui contratti aleatori", en Rivista di Diritto Civile, 1960, pgs 114 y ss; Trimarchi, P.: *Istituzioni di Diritto Privato*, Giuffré, Milán 1973, pg 355

<sup>450</sup> Di Giandomenico, G.: "I contratti aleatori", en *Giurisprudenza Sistematica Civile e Commerciale* (dirigida por Bigiavi, W.), Turin, 1988, pg 63

<sup>451</sup> Boselli, A.: "Rischio , alea ed alea normale del contratto", en *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1948, pgs 769-771

De los contratos de Swaps deslumbran de manera evidente una incertidumbre por ambas partes, es decir, una aleatoriedad. Hay que determinar si se quiere incluir las características de la aleatoriedad de los artículos 1104 y 1964 del Código Civil francés. Hay varias posibilidades de identificar el elemento aleatorio. Algunos autores establecen una distinción entre contratos de Swaps sobre divisas con tipos de intereses fijos o variables, respecto a los otros tipos de Swaps. Los Swaps de divisas simples serían considerados como contratos conmutativos en cuanto a que los derechos y las obligaciones de las partes están fijados en el momento de la firma del acuerdo. En ese tipo de contrato no hay incertidumbres, porque las partes determinan, a la conclusión del contrato, los tipos spot de cambio que serán aplicados el mismo día de la conclusión y será utilizado como tipo de referencia para todos los pagos futuros. El contrato de Swap de divisas es, según estos autores y por esos motivos, considerado un contrato conmutativo. Al contrario, los contratos de Swaps en los cuales uno o los dos tipos de interés intercambiados están estipulados como variables y son diferentes, tienen carácter aleatorio porque dependen de la evolución de los tipos de interés.<sup>452</sup>

Otros consideran que todos los contratos de Swaps son conmutativos. Para ellos, el mismo hecho de un evento por el cual las partes pueden ganar o perder dinero no es suficiente para que el contrato sea considerado aleatorio. “Admitir esta declaración sería como considerar todos los contratos como aleatorios, sobre todos los contratos de compraventa. Para considerar un contrato aleatorio, se necesita que las partes hayan deseado tener la posibilidad de una ganancia o de una pérdida, que hayan elaborado el contrato con el propósito de tener esta posibilidad”.<sup>453 454</sup>

Otros autores llegan a la misma conclusión mediante argumentos diferentes y complementarios. La cuestión, para ellos, se pondría solo para los Swaps sobre tipos de intereses variables; además, en este caso, juzgan que el contrato no puede ser aleatorio, en cuanto ninguna de las partes, incluso aquélla que ingresa un importe variable, busca la incertidumbre.<sup>455</sup> Frente a estas ideas, se impone un razonamiento muy progresivo.

---

<sup>452</sup> Brown, J. T.: "Operations d'échange de taux d'intérêts et de devises: Swaps, analyse juridique et fiscale en droit anglais et en droit français", intervención en la Conferencia del Luxemburgo, *Journal de Droit des Affaires Internationales*, n°3, 1985, pgs 304 y ss

<sup>453</sup> Mattout, J.P.: "Opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises", *Revue de Banque*, n°468, enero del 1987, pg 32

<sup>454</sup> Llegados a este punto el fin buscado por las partes (cuando se hace un contrato fijo/ variable) en un contrato de Swap, la mayoría de las veces no es el de tener una posibilidad de un útil o de una pérdida, según un evento incierto, sino de encontrar un elemento de estabilidad en un mercado volátil.

<sup>455</sup> Planiol, M.: *Traité élémentaire de droit civil : conforme au programme officiel des facultés de droit*, t. II, n°1037, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París, 1904, pg 127

El análisis de la ventaja procurado por el contrato a cada parte, no debe ser simplemente objetivo<sup>456</sup>; de hecho los artículos 1104 y 1964 del Código Civil francés citan “el equivalente” de una obligación o “las ventajas” resultantes del contrato, hacen explícitamente referencia a la causa de las obligaciones contractuales que incumben sobre las partes del Swap. En otros términos, la causa de la obligación contractual es el instrumento mismo de la calificación de los Swaps en contratos aleatorios o conmutativos.

En el contrato sinalagmático, la causa de la obligación por una parte, no puede ser considerada como obligación de la otra. Esta concepción clásica ha sido criticada en cuanto a su falta de claridad en la relación, siendo definida por algunos autores como falsa e inútil.<sup>457</sup> De hecho las obligaciones de un contrato sinalagmático nacen al mismo tiempo; ninguna de ellas puede ver a la otra como una causa, porque la causa debe lógicamente preceder la consecuencia. La doctrina moderna se apoya, hoy, sobre una concepción subjetiva de la causa, templada por elementos objetivos.<sup>458</sup> La causa se define como el fin perseguido por los contrayentes. En los contratos sinalagmáticos, la causa de la obligación asumida por cada parte es la representación intelectual y psicológica, de la ejecución de aquella obligación<sup>459</sup>. Es decir, aparece como el conjunto de los motivos que el derecho considera<sup>460</sup>. Intentaremos analizar los motivos de las partes para evaluar la importancia de la aleatoriedad en el contrato.

Podemos ante todo notar la inoportunidad de una distinción generalmente establecida por algunos autores, relativa al alea;<sup>461</sup> Ellos distinguen principalmente las transacciones que tienen como referencia las divisas (Swaps de divisas sencillas), y los Swaps sobre tipos de interés (Swaps sobre tipos de interés fijo con variable o variable que tienen divisas idénticas o distintas). Según estos autores la aleatoriedad existe solo en el caso de Swaps de tipos de interés, en cuanto en los Swaps de divisas, el tipo está fijado de una vez por todas. Si consideramos el ejemplo de un Swap de divisas entre una sociedad española y una sociedad americana por un importe de un millón de dólares, a un cambio de EUR contra USD a 1,1710: la sociedad española recibe 1 millón de dólares e ingresa 853.971 Euros; la sociedad invierte estos dólares y tiene que rembolsar

---

<sup>456</sup> Capitant, H.: *De la cause des obligations*, 3a ed., Dalloz, París, 1927, pg 455

<sup>457</sup> Capitant, H.: ob.cit., pg 455

<sup>458</sup> Aubry, C., Rau C.F.: *Droit Civil français*, Librairies Techniques, 6a edición, París, 1980, pg 107

Bank of International Settlements: "Recent Innovation in International Banking", abril 1986, pgs 56 y ss

<sup>459</sup> Dierckx, F.: ob.cit., pg 129

<sup>460</sup> Brown, J.T.: ob.cit., pg 309

<sup>461</sup> Mattout, J.P.: ob.cit., pg 32

a los vencimientos, los importes previstos por los Swaps. Si el dólar se aprecia respecto al Euro, el importe a rembolsar crece por la sociedad española, que recibirá solamente 853.971 Euro. La evolución del tipo de cambio determina la ganancia o la pérdida que realizará con el Swap. El mecanismo es aún más acentuado en los Swaps de divisas sin transferencia inicial o sin transferencia del capital, por los cuales el operador compra en el mercado spot las divisas necesarias para los reembolsos. Los Swaps de tipo de interés están sujetos a la aleatoriedad de los tipos de interés, los Swaps de divisas a la aleatoriedad de los tipos de cambio.

La diferencia entre los dos es que el elemento aleatorio en los Swaps de divisas se sitúa entre la fuente de la financiación y el mecanismo de referencia del cálculo de las obligaciones de pago del Swap, y que las bases de referencia entre las partes no evolucionan; mientras que en los Swaps de tipos de interés, la aleatoriedad se sitúa entre las diferentes bases de referencia. La diferencia se explica por dos razones: los Swaps de divisas provocan generalmente la transferencia del capital, algo que simplifica la utilización del mismo tipo para los reembolsos; la existencia de tipos variables prohíbe la fijación definitiva del mecanismo de referencia entre ambas partes.

Si el reconocimiento de la alea objetiva está adquirido, nos queda analizar los motivos por los que las partes entran en el contrato de Swap, y en concreto cuál es su actitud hacia la aleatoriedad.

Unos autores afirman a propósito que “el fin buscado por las partes en un contrato de Swap no es lo de tener la posibilidad de ganar o perder según los eventos inciertos, sino de encontrar un elemento de estabilidad en un mercado volátil”.<sup>462</sup> Esta concepción parece parcial e incorrecta porque no evidencia la diversidad y la multitud de formas de los Swaps; sólo los Swaps de cobertura responden a esta búsqueda de protección contra la evolución de los tipos; los Swaps de arbitraje tienen el objetivo de realizar una economía o una ganancia; los Swaps de especulación buscan, al contrario, la exposición al riesgo, condición de un beneficio máximo. Pero la interpretación relativa a los Swaps de cobertura es igual de reveladora de una inexactitud jurídica. El autor considera que la búsqueda de una estabilidad es la misma causa del contrato. Esta oposición necesita la introducción del concepto “de equivalente deseado”.<sup>463</sup> La doctrina moderna, reconoce la concepción subjetiva de la noción de causa, pero la considera con elementos objetivos. De hecho, la causa subjetiva de una obligación se

---

<sup>462</sup> Mattout, J.P.: ob.cit., pg 32

<sup>463</sup> Deprez, J.: “La lesión en los contratos aleatorios”, R.D.T. Civ , París, 1955, pgs 22 y ss

presenta como una sucesión indefinida de motivos, que se alejan progresivamente de la realidad objetiva de la transacción; calificar una transacción y darle un régimen jurídico considerando unos motivos demasiado lejanos podría ser peligroso; y por este motivo los autores buscan unos elementos objetivos paralelamente a la causa final; el equivalente querido es el resumen de esta búsqueda. Es, de alguna manera, el primero de los motivos subjetivos que se pueden encontrar dentro de la causa de eficiencia. En los Swaps de cobertura, el operador dispone de una actividad o pasividad financiera sobre la cual hay un elemento aleatorio y esto está en la búsqueda de otra actividad o pasividad financiera la cual tiene una alea exactamente asimétrica, es decir, opuesta. El Swap no aporta estabilidad, ofrece una alea simétrica; la estabilidad deriva de la conjunción de dos elementos aleatorios. Se busca entonces una aleatoriedad simétrica.

Las mismas observaciones se pueden hacer hacia quien afirma que los Swaps de tipos de interés no pueden ser calificados como aleatorios “porque cada una de las partes, incluida aquella que ingresará el importe variable, ingresará menos de la que era directamente endeudada a tipo variable. También en el caso de una subida importante de los tipos, conservará un útil”<sup>464</sup>. Una afirmación así, se basa sobre la definición de Swaps que tiene un sentido por los Swaps de arbitraje de tipos de interés; sólo estos últimos tienen por objetivo realizar una economía o un beneficio. Los Swaps de cobertura miran a la protección contra la evolución de los tipos, y sería muy difícil determinar algo que se pudiese comparar para que aparezca un beneficio cualquiera; los Swaps de especulación son la prueba por excelencia de que los Swaps no ofrecen beneficios sistemáticos; por fin los Swaps de divisas se basan sobre la evolución de tipos de cambio y no solo sobre tipos de interés, donde surge la dificultad de hacer aparecer una ganancia, a todo eso se añade, una vez más, una inexactitud jurídica. Los Swaps de arbitraje tienen como efecto la obtención de una economía o un beneficio, pero esto no puede ser considerado como la causa de la obligación de las partes. El Swap, por si mismo no genera un útil, permite simplemente transformar la naturaleza de la aleatoriedad, a la cual están sujetas las partes en sus mercados habituales. El Swap ofrece al operador una aleatoriedad más favorable de aquella a la cual está sujeto cuando recurre a instrumentos más sencillos, aunque queda siempre sujeto al elemento de la incertidumbre, hay solo una alea más favorable. La ganancia o la economía no están creadas por los Swaps, están constatados a posteriori.

---

<sup>464</sup> Grua, F.: "Les effets de l'alea et la distinction des contrats aléatoires et des contrats commutatifs", R.T.D.Civ., París, 1983, pg 263

Concluir con estos razonamientos no sería satisfactorio ni desde el punto de vista lógico ni desde el punto de vista del análisis de la intención de las partes, ni por supuesto en el plano de la diversidad de la forma de los Swaps. El análisis que hemos realizado hasta ahora tiende a demostrar que los Swaps de cobertura buscan una aleatoriedad simétrica; los Swaps de arbitraje buscan una aleatoriedad más favorable; los Swaps especulativos buscan aleatoriedad.

Esta deducción merece una reflexión mayor, en cuanto la distinción entre contratos aleatorios y contratos conmutativos no es tan clara como aparece. Si la doctrina clásica reconoce que la especulación es el alma de los contratos aleatorios<sup>465</sup>, y que la alea caracteriza los contratos aleatorios cuando es la causa misma de las obligaciones de las partes,<sup>466</sup> la doctrina moderna parece contestar a esta opinión.<sup>467</sup> La aleatoriedad estaría presente siempre más en los contratos conmutativos: “sinceramente, la seguridad y el riesgo se mezclan a unos niveles diferentes en las dos categorías”<sup>468</sup>; y es la causa de las nuevas formas de contrato que aparecen, en un primer momento, conmutativos, que contienen todavía un elemento aleatorio; La jurisprudencia y la doctrina ven la posibilidad de unos efectos jurídicos.<sup>469</sup> El autor nota que estos contratos, ni aleatorios, ni conmutativos, ni medio aleatorios y medio conmutativos, dudan sobre la clasificación del artículo 1104; el autor concluye que la doctrina clásica es incorrecta oponiendo las dos formas de contrato; la formulación del artículo 1104 debería llevarnos a pensar que un contrato por ser aleatorio dejará de ser conmutativo, sino que los contratos aleatorios son una variedad de contratos conmutativos; eso tiene el mérito de matizar los ángulos y explicar el carácter de ciertos contratos.<sup>470</sup>

En materia de contratos aleatorios es esencial determinar con exactitud lo que son el "alea" y el riesgo.<sup>471</sup> Además es necesario distinguir entre el "alea convencional" y el "alea normal".

---

<sup>465</sup> Grua, F.: ob.cit., pg 266

<sup>466</sup> Grua analiza diferentes contratos, y cita la jurisprudencia de Poussin donde el juez niega al vendedor el derecho de hacer anular el acuerdo por error en la sustancia, en cuanto la aleatoriedad excluiría los vicios escondidos de la cosa, cuando el comprador es igualmente especializado que el vendedor, normalmente estas cláusulas no liberan de los vínculos el vendedor; la otra cuestión que surge es si la cesión no esté sujeta a aleatoriedad, en cuanto es difícil estar seguros de la validez de una patente que la administración otorga sin controlar el carácter de la invención o de la novedad del proceso.. - ob.cit. pgs 266 y ss

<sup>467</sup> Grua, F.: ob.cit., pgs 266 y ss

<sup>468</sup> Deprez, J.: “La lesión en los contratos aleatorios”, R.D.T. Civ., París, 1955, pgs 22 y ss

<sup>469</sup> Weill, A. ; Terre, F.: ob.cit., pgs 212 y ss

<sup>470</sup> La Corte di Cassazione ha rechazado extender la lesión a las ventas de bienes muebles: Cass.Civ 17 de mayo del 1832

<sup>471</sup> Para conocer la noción de riesgo económico, vid. Di Giandomenico, G.: "I contratti aleatori", en *Giurisprudenza Sistematica Civile e Commerciale* (dirigida por Bigiavi, W.), Turin, 1988, pg 87



El riesgo ha sido entendido como juicio (resultado de una actividad lógica fundada sobre la previsión de un evento), como situación (posición que asume un sujeto o una cosa respecto de algunos parámetros de referencia) o como evento (del que se hace depender la pérdida o la ganancia). Para nosotros, el riesgo económico sería la posibilidad de que un evento produzca lesión o satisfacción del llamado interés económico (tendencia de la voluntad en relación con un bien idóneo para satisfacer una cierta necesidad),<sup>472</sup> mientras que el riesgo jurídico (categoría cuya concepción unitaria se discute en doctrina)<sup>473</sup> estaría constituido por la posibilidad de que algunos eventos provoquen efectos jurídicos favorables o desfavorables para el sujeto en causa.

En los artículos 1467, 1468 y 1469 del Código Civil Italiano, se puede observar como las situaciones económicas que siguen a vínculos contractuales ya concluidos no son, a priori, relevantes desde un punto de vista jurídico. En los contratos de tracto sucesivo el riesgo económico general sobre las prestaciones puede ser considerado bien como riesgo económico bien como riesgo jurídico. Es decir, se distingue entre "riesgo económico", el cual incide sobre el valor de las prestaciones, y el "alea contractual", que conecta con los contratos aleatorios. Doctrinalmente se distingue entre riesgo y "alea" afirmando que el riesgo económico, en el sentido estricto de la palabra, es el que incide sobre el valor económico de una prestación ya determinada. En cambio, el "alea jurídica" hace referencia a la existencia misma o a la determinación de la prestación.<sup>474</sup> El riesgo económico sería la variación del valor de la prestación; el "alea contractual" la determinación de aquella. El primero se manifiesta a través de la resolución, cuando es consecuencia de eventos extraordinarios e imprevisibles, y, además, sobrepasa un ámbito de normalidad; si, en cambio, la agravación depende de un "alea jurídica", entonces la resolución no es concedida.<sup>475</sup>

Una parte de la doctrina afirma que el contrato aleatorio se caracteriza en su estructura, por la identidad y peculiaridad de la causa que, como común denominador, engloba las distintas formas típicas y atípicas de este contrato. El riesgo consiste en la probabilidad de una pérdida que, si se verifica un cierto evento, puede sufrir un patrimonio, es decir, es susceptible de valoración, objeto del contrato aleatorio.<sup>476</sup> Para

---

<sup>472</sup> Di Giandomenico, G.: ob.cit, pg 63

<sup>473</sup> Di Giandomenico, G.: ob.cit, pgs 186-187

<sup>474</sup> Rotondi, M.: *Istituzioni di diritto Privato*, Cedam, Padua, 1954, pg 356

<sup>475</sup> Di Giandomenico, G.: ob.cit., pg 683

<sup>476</sup> Ascarelli, T.: "Sulla portata sociale della nostra giurisprudenza in materia monetaria", en *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1951, pg 445; Boselli, A.: voz "Alea", en *Novissimo Digesto*

los autores defensores de esta orientación, técnicamente el "alea" refleja una relación de intercambio entre dos riesgos equivalentes. Esta relación sería la causa *el genus* "contrato aleatorio", causa especificada según las características del contrato aleatorio de *quo*. El contrato se considera aleatorio si el riesgo incide de modo directo sobre el objeto del contrato, esto es, si la cosa no se pudiera determinar sino en función del riesgo. Aparentemente el objeto del contrato sería la cosa, pero en sustancia está constituido por el riesgo.<sup>477</sup>

Existen contratos aleatorios por la voluntad de las partes. Aquí se tiene que definir el alea. Una parte de la jurisprudencia considera que cualquier asunción de riesgo no referido expresamente por ley a una de las partes lo hace aleatorio.<sup>478</sup> Otra parte de la jurisprudencia dice que son las partes las que, para alcanzar un interés determinado, o crean ex novo un modelo de contrato distinto o introducen el riesgo en un tipo contractual que de por sí no es aleatorio. Estamos de acuerdo con la doctrina que entiende que esta clasificación no debe ser ampliada demasiado, porque, si así fuera, se deberían excluir indiscriminadamente muchos contratos de las normas que regulan la rescisión por lesión y la excesiva onerosidad sobrevenida.<sup>479 480</sup>

Del concepto de alea, cabe deducir que el Swap se puede definir como contrato conmutativo. La Relación núm. 245 del Código Civil indicaba que: "El alea normal indica que el riesgo que el contrato comporta a causa de su peculiaridad: riesgo por el cual cada parte implícitamente se vincula concluyendo el contrato".

La doctrina ha seguido esta definición, y se ha consolidado la concepción del alea normal como la posibilidad, inherente a todos los contratos que no son de inmediata ejecución, de oscilaciones en el valor de las relaciones recíprocas causadas por las fluctuaciones normales de mercado.<sup>481</sup> El alea normal vendrá concebido como el alea económico genérico que determina el beneficio económico final que las partes obtienen y que debe valorarse específicamente en relación al tipo de contrato y a la situación concreta del negocio de *quo*.<sup>482</sup>

---

Italiano, 1958, pgs 473-474; Gambino, A.: *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, A. Giuffré, Milán, 1964, pg 321

<sup>477</sup> Boselli, A.: *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Utet, Turin, 1952, pg 93; Messineo, F.: *Il contratto in genere, en Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, (dirigido por Cicu y Messineo), tomo, XXI, vol.1, Giuffré, Milan, 1973, pg 774

<sup>478</sup> Redenti, E.: *Dei contratti nella pratica commerciale*, Cedam, Padua, 1933, pg 44

<sup>479</sup> Gambino, A.: *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, A. Giuffré, Milán, 1964, pgs 250-254

<sup>480</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pgs 127-128

<sup>481</sup> Di Giandomenico, G.: ob.cit., pg 76

<sup>482</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 129

En el Swap, según nuestro punto de vista, se está en presencia de un alea normal, que incide sobre las variaciones más o menos previsibles del tipo de cambio y de interés. En el Swap, las partes están obligadas a cumplir obligaciones de pago cuyos importes deben de ser, la mayoría de las veces, determinados con posterioridad a la conclusión del contrato. No estamos de acuerdo con la opinión doctrinal y de la Cassazione<sup>483</sup> que entiende que el alea normal de un contrato, el cual comprende las oscilaciones del valor de las prestaciones originadas por las fluctuaciones normales del mercado, no legitima para la resolución por *onerosità sopravvenuta*. En realidad, en este sentido el Swap incluye un elemento de alea normal, pero no considerar aplicable el artículo 146 del Código Civil a estos contratos implica olvidar que hay situaciones que, a pesar de no encajar exactamente con las oscilaciones regulares del mercado, pueden, en cualquier caso, originar una onerosidad sobrevinida en una de las prestaciones: es el caso, contemplado en varios contratos marco, de la publicación, tras la conclusión del contrato de Swap, de normas fiscales que hagan demasiado onerosa la obligación de pago de una de las partes. Esta situación hace que el contrato de Swap se pueda resolver anticipadamente, demostrando así que en la práctica se considera un contrato conmutativo. El contrato modelo ABI, sin embargo, establece que las partes renuncian a la aplicación del artículo 146<sup>484</sup> del Código Civil Italiano.<sup>485</sup>

El efecto de un contrato aleatorio deriva de un evento externo no controlable por la voluntad de las partes, extraordinario e imprevisible. Tal evento debe ser considerado un hecho jurídico para el alea en el negocio, con el efecto, a su vez jurídico, de la determinación de la prestación; mientras que debe de ser considerado un hecho natural, no jurídico, por lo que se refiere al riesgo económico. El evento externo puede incidir sobre el valor de una prestación ya determinada en el riesgo económico, pero tiene que determinar la prestación en un negocio aleatorio. En un contrato conmutativo, el riesgo, aún incidiendo de modo genérico sobre las situaciones de las partes, no es un elemento esencial del objeto del contrato. Según esta doctrina la relación entre la entidad del beneficio y la del riesgo a que cada parte está expuesta cuando concluye el contrato no es cierta; en los contratos conmutativos la valoración de los respectivos sacrificios y

---

<sup>483</sup> Ex multis, Cassazione de 5 de junio de 1983, num 1, en *Giurisprudenza Italiana*, 1983, I, pg 718; Cassazione de 27 de marzo de 1987, num. 2904. También Caianiello, "Commento all'art 1467", en *Nuova Rassegna di Giurisprudenza sul Código Civil* (dirigido por Ruperto y Sgroi), Milán, 1994, pg 1664

<sup>484</sup> El artículo 1467 – "Contratto con prestazioni corrispettive... se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari... la parte che deve tale prestazione può domandare la risoluzione del contratto..."

<sup>485</sup> Zamorano Roldan, S.: " ob.cit, pg 130

ventajas puede ser hecha por las partes en el momento de la conclusión del contrato.<sup>486</sup> Esto, desde nuestro punto de vista, es lo que pasa en el Swap.

En definitiva, la que rinde el contrato, aleatorio, no es la incertidumbre del valor económico de las prestaciones, sino la incertidumbre sobre la existencia o sobre la entidad (o sobre ambas) de una o de todas las prestaciones.<sup>487</sup>

En el Swap la existencia de las prestaciones o su importe económico no son hechos inciertos. Las partes de un Swap se intercambian dos flujos de pagos determinados o determinables según parámetros de referencia. El elemento del riesgo es intercambiable entre las partes. El vínculo entre la entidad del beneficio y la naturaleza del riesgo es conocido desde el principio por ambas partes.

No se tiene que asimilar los contratos aleatorios a la categoría de los contratos con prestaciones recíprocas, como ha hecho cierta doctrina. Eso implica la caracterización de aquello en virtud de una particular función de intercambio y así algún autor<sup>488</sup> ha afirmado que el contrato aleatorio se define por el intercambio de riesgos, verdadera causa de aquél (opinión de la construcción canonística e iusnaturalística de la venta del riesgo y de la *commutatio periculi*).<sup>489</sup> Sobre esta idea se basan los autores que definen el objeto del Swap como intercambio de riesgos.

Las prestaciones de las partes en el Swap vienen determinadas al comienzo del contrato; cada parte conoce los beneficios que puede obtener del contrato y las desventajas que éste para ellas implica. Si el alea en los contratos aleatorios se ve como un elemento esencial del sinalagma y condicionante *ab initio*,<sup>490</sup> el alea normal del contrato, en cambio, puede ser entendido como un factor externo a las determinaciones realizadas por las partes con la finalidad de satisfacer todos sus intereses. El alea normal no transforma casualmente el negocio jurídico en el que puede ser incluido. Aquellos que sostienen que el intercambio de riesgos es la causa del contrato del Swap no valoran

---

<sup>486</sup> Messineo F.: voz "Contratto (dir.priv.)", en Enciclopedia del Diritto, Milán, 1961, pgs 992-993. También Cassazione de 10 de abril de 1970, num 1003, en Foro Italiano, 1970, voz "obbligazioni e contratti", num 73; y Cassazione de 8 de agosto de 1979, num 4626, en Foro Italiano, 1979, voz "contratto in genere", num 83.

<sup>487</sup> Pino, A.: *L'eccessiva onerosità della prestazione*, Cedam, Padua, 1952, pg 72; Rotondi, M.: *Istituzioni di diritto Privato*, Cedam, Padua, 1954, pg 341

<sup>488</sup> Boselli, A.: "Rischio, alea ed alea normale del contratto", en *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1948, pgs 769-771

<sup>489</sup> Di Giandomenico, G.: ob.cit., pg 64

<sup>490</sup> Nicolò, R.: voce "alea", en Enciclopedia del Diritto, vol. I, Giuffrè, Milán, 1958, pg 1029; Tartaglia, P.: *Eccessiva onerosità ed appalto*, Giuffrè, Milán, 1983, pg 112

la verdadera causa y presentan como tal la que es el alea normal del tipo contractual.<sup>491</sup>  
492

Otros autores dicen que si una de las partes del Swap tiene una finalidad especulativa y la otra en cambio, no, parece injustificado calificar el contrato como aleatorio según el resultado de una de las partes (así como nadie piensa que estamos en presencia de un contrato aleatorio cuando se adquiere un inmueble con la finalidad especulativa de revenderlo inmediatamente a un precio superior).<sup>493</sup>

El intercambio es la causa del contrato de Swap. Los fines que pueden perseguir las partes vienen satisfechos por medio de la causa en sí misma.<sup>494</sup>

No es suficiente que las partes declaren en las cláusulas del documento que consideran el Swap como aleatorio para excluir la aplicación de la resolución por excesiva onerosidad. La naturaleza del contrato es independiente de su calificación por la partes. Si las partes no quieren que se aplique el artículo 1467 del Código Civil pueden indicarlo mediante una cláusula *ad hoc* que impida el recurso a tal norma.<sup>495</sup> Esta es una opinión minoritaria<sup>496</sup>, aunque un sector de la doctrina más autorizada considera el Swap como un contrato aleatorio<sup>497</sup>.

---

<sup>491</sup> El mismo iter lógico es seguido por Caputo Nassetti, F.: ob.cit., pg 50 con quien estamos de acuerdo en este punto.

<sup>492</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit, pg 132

<sup>493</sup> Perrone, A.: "Contratti di Swap con finalità speculativa ed eccezione di gioco", en BBTC, 1995, II, pg 80

<sup>494</sup> Perrone, A.: ob.cit., pgs 80 y ss

<sup>495</sup> Ferrarini, G.: "I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale", en I derivati finanziari (dirigido por Riolo), Edibank, SBL Milán, 1993, pgs 40-41.

En el lado opuesto se sitúa quien afirma que la aplicabilidad de la resolución por excesiva onerosidad podría ser sostenida solo si se incluyeran los motivos en el contexto negociador (aunque, paradójicamente, la autora que sostiene esta tesis duda acerca de la aleatoriedad del Swap; vid. Mori, M.: *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, Padua, 1990, pgs 337, 340-344.

<sup>496</sup> Opinión minoritaria y, obviamente, basada sobre los trabajos de quienes piensan que el Swap es conmutativo. Además Caputo Nassetti, F.; Rossi, A.: "profili giuridici del mercato degli Swaps di interessi e di divise in Italia", e BBTC, vol I, num 59, 1993, así como, en cierto sentido, Mori, M. ob.cit., y Chiomenti, F.: "Cambio di divise a termine", en Rivista di Diritto Commerciale I, Roma, 1987, pgs 45 y ss, cuya opinión se centra en los domestic Swap pero sus argumentaciones son extensibles al Swap de intereses y al Swap de divisas. También Ferrarini, aunque solo en relación a los Swaps de intereses.

<sup>497</sup> Los autores sostiene que el Swap es un contrato aleatorio. Las razones de todos estos autores son más o menos las mismas que las de Inzitari, B.: "Il contratto di Swap", en Contratti di commercio, dell'industria e del mercato finanziario (dirigido por Galgano), Utet, Turín, 1995, pgs 499-505. Así Agostinelli, "Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria", en BBTC, num I, 1991 pg 18. Capriglione, F.: "Gli Swaps come valori mobiliari", BBTC, I, 1991, pg 794; Cavallo Borgia R.: "Le operazioni di rischio di cambio", en Contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario, (dirigido por Galgano), Turin, 1995, pg 2405-2408; Ferrero, E.: "Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari", en Economia e Diritto del Terziario, num 2, 1992, pg 409; Matucci, A.: "Il contratto di Swap", en Quaderni Giuridici della Impresa, nùm. 3, 1990, pg 28 y Serravalle, P.: "La responsabilità per inadempimento nei contratti internazionali di finanziamento", en Giurisprudenza sistematica di Diritto Civile e Commerciale, fundada por Bigiavi, W. en el volumen I contratti in generale. I contratti atipici, II, tomo 2, dirigido por Alfa y Bessone, Padua, 1991, pg 1021

La cuestión que nos planteamos es saber si los Swaps pueden ser considerados como contratos híbridos, que poseen tanto elementos de los contratos conmutativos como de los contratos aleatorios. La respuesta parece ser negativa. Los contratos de Swap según la teoría de Grua, son todos contratos conmutativos, donde la aleatoriedad juega un rol más importante del previsto; por otro lado es el régimen jurídico aplicado a estos contratos el que ha puesto en evidencia las paradojas de su naturaleza. Dos elementos no pertenecen a los Swaps; son aleatorios, como creemos haber demostrado y no existe jurisprudencia, ni doctrina, simétrica a ésta descrita por Grua, que limitaría el efecto jurídico del alea; además el régimen jurídico de los Swaps, como aparece en los contratos, parece más compatible con el de los contratos aleatorios. El efecto principal del elemento aleatorio es quitar la lesión y el conjunto de las condiciones que impiden al juez evaluar las obligaciones relativas;<sup>498</sup> tal efecto satisface la economía del contrato que sería absurda anular si un juez encuentra demasiado significativa la evolución de los tipos de interés o de los tipos de cambio. La lesión tendría efectos catastróficos para un operador obligado en un Swap de cobertura durante los periodos donde el dólar se deprecia más de un 40% de su valor respecto al euro, o cuando los tipos de interés disminuyen de la mitad. Notaremos todavía que el riesgo de ver la lesión aplicada a los Swaps es prácticamente nulo. En efecto, es justo notar, refiriéndonos siempre a los franceses, que el artículo 118 del Código Civil adopta una concepción muy restrictiva proclamando que “la lesión vicia las convenciones de ciertos contratos y por fuera de ciertas personas”<sup>499</sup>. Los casos de lesión previstos por ley son pocos y la jurisprudencia nunca ha contradicho el artículo 118 del Código Civil francés.<sup>500</sup>

Además los autores franceses añaden a veces que la aleatoriedad excluye la resolución por inexecución, algo que sería extremadamente fastidioso en el caso de los Swaps, sobre el fundamento del artículo 1978 del Código Civil francés, pero la jurisprudencia siempre ha sido hostil a esta generalización del artículo del código.

---

La tesis de la aleatoriedad del contrato de Swap se basa en los fines que inducen a las partes a estipular el contrato, y se expone a la crítica por atribuir relevancia a circunstancias (los motivos subjetivos de las partes) que en el Ordenamiento italiano y en el español resultan, salvo expresa previsión contraria, jurídicamente irrelevantes (Perrone: "Contratti..." cit. pg 85).

<sup>498</sup> Mattout, J.P.: ob.cit., pgs 129 y ss

<sup>499</sup> Lo que en el sistema anglosajón se llama "Venture capital" dado por personas físicas o jurídicas che se denominan "Business angels"

<sup>500</sup> Brown, J. T.: "Les échanges de devises e de taux d'intérêts entre entreprises", Journal de Droit des Affaires Internationales, n°3, 1985, pg 310

La conclusión de este análisis es que los Swaps son contratos aleatorios y están plenamente sujetos a las reglas jurídicas de dichos contratos en cuanto la finalidad y causa del contrato es de especular, o de asumirse un riesgo incontrolable.

Hay otros autores que después de haber concluido que el Swap es un contrato conmutativo, y no aleatorio, se preguntan sobre su eventual calificación como apuesta<sup>501</sup>. Este es el argumento que trataremos en el siguiente punto.

### 3.2.7 ¿Los Swaps son apuestas?

El carácter aleatorio descrito por el Código Civil francés se completa con el artículo 1964 que expone una lista de contratos considerados como aleatorios: el contrato de seguro, el préstamo a riesgo,<sup>502</sup> el juego y las apuestas. Pero este listado no limita la categoría; la jurisprudencia ha reconocido el carácter aleatorio a otras convenciones jurídicas como el contrato de sucesión. Es posible poner a punto nuevas convenciones que pueden presentar carácter aleatorio y que no aparecen en la lista del Código Civil.

Estos contratos están de todos modos apreciados por el legislador y por el juez de manera variable. Están sostenidos cuando su fin es el de garantizar o limitar el riesgo de lo imprevisible (por ejemplo los contratos de seguros); están criticados cuando se dirigen a especular sobre la incertidumbre (como los pactos de sucesión futura están prohibidos).<sup>503</sup> El derecho nunca ha sido propicio a realizar especulaciones al azar: “Se necesita algo más sólido y más real que el deseo de dejarse llevar por la suerte para fundar causas serias de obligaciones entre hombres”.<sup>504</sup>

Todo lo que no es fiel a la moral tradicional del trabajo está asimilado en jurisprudencia a los juegos y a las apuestas. Estos contratos no son nulos, sino ineficaces: por ejemplo el artículo 1965 del Código Civil francés, rechaza al ganador cualquier tipo de acción legal, que tenga por objeto la obtención de la suma debida. Esta ineficacia no es absoluta, en cuanto el artículo 1927 del Código Civil francés, prohíbe al perdedor que haya pagado su deuda, recurrir para recuperar algo que ha ingresado

---

<sup>501</sup> Portalis, expuestas sus motivaciones del Código Civil francés, art 1964 y ss, Fenet, XIV, pg 535

<sup>502</sup> Aubry, C., Rau C.F.: *Droit Civil français*, Librairies Techniques, 6a edición, París, 1980

Bank of International Settlements: "Recent Innovation in International Banking", abril 1986, pgs 37 y ss

<sup>503</sup> Brown J.T.: ob.cit., pgs 309 y ss

<sup>504</sup> Naquet, A.: Rapport devant la Chambre des Députés, J.O., Déb.Parlementaires, Chambre, 1882, annexe n°1196, pgs 2210 y ss

voluntariamente. Esto representa también un sistema muy eficaz para luchar contra la práctica de los juegos y de las apuestas.

En el derecho español hay un contrato aleatorio, de juego o apuesta cuando las partes se obligan a que la que pierda en el juego o yerre en la apuesta de que se trate, realice determinada prestación a favor de la que gane o acierte.

En principio, toda prestación – y no solo la de entregar sumas de dinero – puede prometerse en juego o apuesta.

El contrato de juego o el de apuesta no implican necesariamente que realice una prestación solo el que pierda, sino que pueden consistir en que, a cambio de una prestación segura que una parte da o promete, la otra se obligue a favor de aquélla, a otra prestación (generalmente más importante, pero eventual) para el caso de ganancia o pérdida. El Código Civil los regula en los Art. 1799 y 1801.

Estos contratos se caracterizan por la intervención de la suerte, la destreza o habilidad de terceros o de los contratantes, bien una o todas a la vez.<sup>505</sup>

En Italia, la apuesta se define por la doctrina<sup>506</sup> como el negocio por el cual las partes, asumiendo recíprocamente el riesgo del éxito de un juego o de la exactitud de una opinión, se obliga, una respecto a la otra, a pagar la suma pactada, en el caso de que el éxito del juego se verifique de modo desfavorable, o la opinión resulte equivocada; por medio de la apuesta, se verifica una transmisión de riqueza inútil.

La doctrina se da cuenta de que la aplicación del artículo 1933 del Código Civil al Swap provocaría la caída de este instrumento financiero en el mercado. El Swap aún siendo un contrato aleatorio, y aún siendo un contrato por diferencial simple, no es un juego o una apuesta; sometido al artículo 1933 del Código Civil.<sup>507</sup> Es decir, parece ser que el Swap, se le ha querido dar la calificación de contrato por diferencial (contrato aleatorio) con la finalidad de eludir la aplicación del artículo 1467 del Código Civil Italiano, por otro lado, también se ha pretendido preservar la ausencia de un fin especulativo, para evitar la aplicación del artículo 1933 del Código Civil.<sup>508</sup>

A partir de este momento la doctrina se divide: algunos defienden la teoría de la "meritevolezza" del Swap, (lo que no impide que se considere en tal caso aplicable el

---

<sup>505</sup> Albadalejo, M.: *Derecho Civil II*, Derecho de obligaciones, Madrid, 2004, pgs 78 y ss

<sup>506</sup> Valsecchi, E.: "Il gioco e la scommessa: la transazione", en *Trattato di Diritto Civile e Commerciale* (dirigido por Cicu y Messineo), Giuffrè, Milán, 1986, pg 41

<sup>507</sup> Inzitari, B.: "Il contratto di Swap", en *Contratti di commercio, dell'industria e del mercato finanziario* (dirigido por Galgano), Utet, Turín, 1995, pgs 499-505. Una explicación de esta teoría en términos análogos a los nuestros puede encontrarse en Girino, "Imperatività della disciplina degli Swaps", en "I contratti", parte II, jurisprudencia, num I, 1999, pgs 49-50

<sup>508</sup> Caputo Nasseti, F.: ob.cit., pg 90



artículo 1933 del Código Civil)<sup>509</sup>; otros califican al Swap especulativo como contrario al ordenamiento y, por eso, no justificable legalmente en cuanto sometido al juicio de “meritevolezza” del artículo 1322 del Código Civil Italiano.<sup>510</sup>

Esta teoría no es la misma de la que defiende otra parte de la doctrina, que sostiene que el Swap, aún siendo un contrato bilateral aleatorio, no es asimilable en su naturaleza a la apuesta, ya que no existe el elemento lúdico: la utilidad de la función del Swap y la riqueza que origina, más allá de los motivos de las partes, aleja el contrato de un esquema contractual en el que se crea exclusivamente el riesgo de una ganancia o de una pérdida.<sup>511</sup>

En definitiva, entendemos como elemento válido para establecer si al Swap, como a cualquier otro derivado, se le puede aplicar el artículo 1933 del Código Civil su carácter de contrato conmutativo, y no determinamos artículos que se limitan a establecer ciertos principios generales.

La jurisprudencia ha tenido una relación singular con el Swap y con la excepción del juego. En realidad, el argumento señalado, junto a la consideración del Swap como valor mobiliario, ha sido suficiente para completar a la escasa jurisprudencia que existe sobre el Swap. La confusión conceptual entre "Swap" y "domestic currency Swap",<sup>512</sup> y además entre Swap y floor<sup>513</sup>, y entre Swap financiero y commodity Swap,<sup>514</sup> nos permite afirmar que, en realidad, los pronunciamientos sobre el Swap son en menor número de lo que a primera vista pudiera parecer. Esta apreciación deja paso a otra, necesariamente escéptica respecto a lo que la jurisprudencia en general puede decir sobre el Swap, vista la confusión conceptual en la que aquella se encuentra y el escaso fundamento de sus observaciones.

<sup>509</sup> Inzitari, B.: "Il contratto di Swap", en Contratti di commercio, dell'industria e del mercato finanziario (dirigido por Galgano), Utet, Turín, 1995, pgs 499-505

<sup>510</sup> Mateucci, A.: "Il contratto di Swap", en Quaderni Giuridici della Impresa, num. 3, 1990, pgs 30-36

<sup>511</sup> Agostinelli, R.: "Le operazioni di Swap e la struttura contrattuale sottostante", en BBTC, enero/febrero 1997, ob.cit., pgs 129-130. Dice el autor: "Il contratto di Swap, al contrario delle scommesse, produce ricchezza e rientra comunque, ossia a prescindere dai motivi che i singoli contraenti intendano perseguire, nell'area del lavoro, piuttosto che in quella del passatempo (...). Va poi osservato che l'entità della prestazione è strettamente dipendente dall'evento incerto dedotto in contratto (l'entità della differenza nei parametri di riferimento): ciò non avviene nella scommessa, dove il rapporto tra pretazione ed evento aleatorio è arbitrario, in quanto l'entità del pagamento dovuto è fissata arbitrariamente dalle parti o dipende da regole interne al rapporto di scommessa. Inoltre, (...), lo Swap, attraverso l'attività degli intermediari finanziari ed in generale attraverso la diffusione delle previsioni sull'andamento dei parametri, influisce sull'evento incerto; al contrario, la scommessa non influisce in alcun modo sull'evento: l'entità di una scommessa od il numero degli scommettitori sull'esito di un incontro di pugilato, ad esempio, non determinano (...) il vincitore".

<sup>512</sup> La sentencia del Tribunal de Milán, de 20 de febrero de 1997, en gius. 1997, pg 1263. Para una precisa distinción conceptual: Consiglio di stato, sección III, de 10 de mayo de 1994, núm., 525.

<sup>513</sup> La sentencia del Tribunal de Milán de 26 de mayo de 1994

<sup>514</sup> Las sentencias del Tribunal de Milán de 21 de febrero de 1995 y de 11 de mayo de 1994, núm. 525

Respecto a lo que los jueces han creído que es un Swap y la aplicabilidad al mismo del artículo 1933 del Código Civil, entendemos que se haya mantenido, inicialmente, una conducta favorable a la teoría según la cual si un Swap especulativo está sometido al artículo 1933, considerando dicho contrato como una apuesta.<sup>515</sup> Ciertas decisiones sobre el carácter especulativo del Swap estaban basadas, sobre el hecho de que no existía una operación de financiación subyacente;<sup>516</sup> sintéticamente la jurisprudencia opina que, si esta operación subyacente no existe, el Swap tiene que ser forzosamente especulativo, olvidando el hecho de que un Swap de actividades no requiere de tal operación subyacente, y puede perfectamente tener una finalidad de cobertura o de arbitraje. Para rebatir esta jurisprudencia basta con hacer la misma crítica que hemos hecho ya a la doctrina sobre la que se basa: no se puede hacer depender la naturaleza de un contrato de los motivos de las partes.

Cierta jurisprudencia va indirectamente contra esta tendencia, interpretando el artículo 1 de la Ley 1/1991<sup>517</sup> de modo que el Swap quede comprendido en el texto. De esta forma, considerando al Swap como valor mobiliario, la jurisprudencia lo concibe como un contrato lícito y valora los intereses de las partes como merecedores de tutela en todo caso<sup>518</sup>, reconociendo expresamente, sin embargo, la imposibilidad de aplicar a los Swaps el artículo 23 de la citada Ley.<sup>519</sup>

Parece que las decisiones jurisprudenciales comienzan en los últimos años a cambiar: la jurisprudencia ha establecido, la última vez que se ha pronunciado sobre este argumento, que el Swap no tiene en ningún caso naturaleza de apuesta, ni cuando

---

<sup>515</sup> Las sentencias del Tribunal de Milán de 24 de noviembre de 1993 y de 26 de mayo de 1994, publicadas en BBTC, 1995, II, con nota de Perrone, pg. 80-92. Según la primera sentencia "il contratto di domestic currency Swap stipulato con finalità di mera speculazione è soggetto all'eccezione di gioco prevista dall'articolo 1933 del CC3. Y en la segunda se dice que "Il contratto di "Interest Rate Swap" stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo per tanto essere qualificato come scommessa non azionabile ex art. 1933 CC".

<sup>516</sup> La sentencia del Tribunal de Milán, de 26 de mayo de 1994.

<sup>517</sup> La primera vez, según cierta doctrina, es en el artículo 23, apartado cuarto, de la Ley 1/1991, que indicaba que a "los contratos indicados en el apartado 1 no se les aplica el artículo 1933 del Código Civil". El apartado primero del mismo artículo establecía que "La Consob può autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi come oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute".

<sup>518</sup> Sentencias del Tribunal de Milán de 21 de febrero de 1995, en Giurisprudenza Commerciale, 1996, II, pg. 79, y de 11 de mayo de 1995, en BBTC, 1996, II, pg. 442, y en Giurisprudenza Commerciale, 1996, II, pg. 83, con nota de Squillace. Squillace, N.: "La legge 2 gennaio 1991, n.1 e i contratti di Swaps" en Giurisprudenza Commerciale II, enero-febrero 1996, pgs 85 y ss; y la sentencia del Tribunal de Turín de 10 de abril de 1998 (pero sobre un dcs, no sobre un Swap), en Gius, 1998, pg. 1898 (también en I contratti, num 1 de 1999, pg. 45-48, con nota de Girino).

<sup>519</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg. 245

los motivos de las partes sean especulativos, ni cuando no exista una operación financiera subyacente.<sup>520</sup> Vale la pena subrayar que el juez distingue entre la posibilidad de especular y el hecho de que haya o no una deuda subyacente al Swap, dato este último que no se considera indicativo del primero.

Las nociones de juego o apuesta no están aún bien definidas por el Código Civil francés. La doctrina nos ofrece las siguientes definiciones: la apuesta es “un acuerdo mediante el cual dos personas, que tienen opiniones diferentes sobre cualquier objeto, estipulan que la parte que tendrá la opinión que se revelará correcta, recibirá de la otra, una suma de dinero, o cualquier objeto determinado<sup>521</sup>. La apuesta consiste en una obligación, aquí la existencia y el contenido dependen de un fenómeno aleatorio exterior a la intervención de las partes; se trata de una especulación sobre la aleatoriedad; los Swaps nos parecen distantes de esta definición

- El acercamiento de los mercados a plazo por parte del derecho, sigue haciendo luz sobre nuestro análisis:

En un primer momento, los tribunales distinguen entre mercados reales y ficticios. Los mercados reales se constituyen por los contratos que se concluyen para llegar a una entrega material de los activos; el mercado ficticio estaba destinado, en el espíritu de las partes, a resolverse con el pago de la diferencia entre las dos obligaciones sujetas al acuerdo. Esta jurisprudencia diferenciaba el pago según se tratase de un mercado real, bien sea lícito, ficticio, o ilícito. En el caso de los Swaps – donde la entrega es un fenómeno secundario, salvo el caso de los Swaps sobre divisas, - la jurisprudencia tendía a asimilarlos a las apuestas.

Esta jurisprudencia ha sido fuertemente criticada y en Francia ha acabado con la creación de una ley, la del 28 marzo 1885, que afirmaba la validez de los mercados a plazo excluyéndolos del campo de aplicación del artículo 1965 del Código Civil francés.

La claridad de la posición tomada por el legislador, no impidió la distinción entre mercados ficticios y reales, confirmando así la consideración del derecho hacia las prácticas consideradas de azar.

El tribunal supremo francés intervino para poner fin a esta jurisprudencia tradicional, que todavía recompareció con la crisis de 1914-1918, que el tribunal

---

<sup>520</sup> Sentencia del Tribunal de Milán de 20 de febrero de 1997, en Gius, 1997

<sup>521</sup> Lacour : note sous Req., 24 de noviembre del 1909, D. 1911 I. 129

supremo obligó a reafirmar el principio de aplicación de la ley precedente sobre todos los mercados a plazo.

- La aplicación de la teoría de los juegos y de las apuestas a los Swaps y su argumentación:

A partir de esta jurisprudencia, la doctrina moderna ha cuestionado la calificación de los Swaps como apuestas. Para algunos autores no se puede negar que el operador que desea intercambiar los tipos variables contra los tipos fijos, apuesta la subida de los tipos; el que desea cambiar un tipo fijo contra un variable, apuesta la rebaja de los tipos. La intención es evidente, y el fenómeno es aún más acentuado cuando se pacta para el pago, un solo diferencial. La doctrina se ha inclinado sobre los Swaps de tipos de interés para demostrar que se puede temer que los tribunales, fieles a la tradición desfavorable a las especulaciones, califiquen los Swaps como convenciones de apuestas sobre tipos de interés.

Los que califican los Swaps como apuestas utilizan un razonamiento lógico para justificar sus opiniones. Se basan en la hipótesis de que un Swap es una apuesta sobre la rebaja de los tipos: esta afirmación no tiene en cuenta ni la intención de la cobertura de las partes, ni, en el caso francés, la aplicación de la ley de 1885, y todo el razonamiento se realiza para llegar a la conclusión que el Swap es una apuesta. Todo el razonamiento tiene una lógica discutible, que no prueba nada, porque toma como conclusión la misma hipótesis. Se puede igualmente notar la debilidad de los argumentos utilizados y el carácter perentorio de las afirmaciones.

- Las operaciones con pago diferido en el tiempo con las apuestas:

El criterio de pago mediante el cálculo del saldo no juega en el cuadro de las ventas o de las compras a plazo: las operaciones que se saldan sólo por el diferencial “constituyen unas operaciones ficticias, en las cuales, no hay en realidad ni una cosa vendida, ni una cosa comprada, ni vendedor, ni comprador, sino solamente juegos aleatorios y jugadores con el único fin del útil y el pago de simples diferencias; estas operaciones se confunden entonces con el juego y la apuesta y representan solo su fraudulenta disimulación” <sup>522</sup>. Ahora, los Swaps no son operaciones entrantes en el cuadro de los mercados a plazo. Vierten sobre actividades y pasividades financieras preexistentes, pero no comportan alguna cesión. La actividad o pasividad no está cedida en efectivo. Los Swaps no son instrumentos que transfieren derechos, constituidos

---

<sup>522</sup> Benabent, A. : "La chance et le droit", L.G.D.J., París, 1973, pgs 44 y ss

jurídicamente por obligaciones de pago, recíprocas o alternativas si el pago se concreta para el saldo. El pago del saldo es una manera normal de ejecución de las obligaciones; no se puede entonces pretender que constituya un disfraz de una apuesta bajo otro mecanismo jurídico

- Los Swaps según las intenciones de las partes;

Finalmente, la intención de las partes una vez evidenciado el objetivo real del producto. Hemos visto que el Swap tiene tres objetivos principales: la cobertura, el arbitraje y la especulación. Hemos visto que las partes buscan el elemento de la aleatoriedad como parte integrante de sus objetivos, pero la cuestión es: ¿las partes desean esta aleatoriedad de manera segura y destacada de todas las otras condiciones, y de todos los otros intereses que obtiene por el producto de Swap? La respuesta es sin duda negativa, sobre todo para los operadores del mundo de los negocios. Las partes no están interesadas en un elemento aleatorio puro, sino que están interesadas en una alea calculada y razonada que se integra en su política general de financiación: algo que genera el contrato de Swap es la necesidad de gestión de la tesorería y no el juego.

Los Swaps de cobertura están justificados por la existencia misma de un activo o pasivo financiero conexo, y el operador quiere solamente protegerse de la evolución de esto; la búsqueda de un elemento aleatorio simétrico y la búsqueda de una estabilidad, son la prueba de que el juego no es el fin de este producto.

Los Swaps especulativos son los que más se acercan al concepto de juego o apuesta; pero hay que hacer una distinción, en cuanto a que son verdaderas inversiones; en la cartera de tesorería de los operadores, algunas actividades y pasividades suponen la protección o la búsqueda de economías; una parte de esta cartera hay que destinarla a operaciones cuya justificación no es inmediatamente perceptible, sobre las cuales el elemento de la aleatoriedad parece mayor. Estas posiciones son arriesgadas, representan una parte bien precisa y meditada de la cartera general de la tesorería y tienen como triple objetivo el asegurar una mejor rentabilidad global de la cartera, preparar unas posiciones que si no son directamente utilizables hoy, serán probablemente imprescindibles mañana, y constituir una postura sobre la cual nos podemos apoyar cuando se quiere realizar una operación necesaria. Las técnicas financieras nos explican que los Swaps tienen principalmente la función de reducir globalmente los riesgos de

una cartera de actividades y pasividades financieras; los Swaps especulativos se integran entonces en esta categoría, cuyo principio base es la prudencia.<sup>523</sup>

El criterio que permite distinguir el juego y la apuesta de la especulación es localizable sólo por la intención de las partes. El jugador crea un riesgo,<sup>524</sup> el especulador utiliza el riesgo con fines útiles o intenta prevenirse de él. Los Swaps son manifiestamente unos instrumentos fundados en la aleatoriedad, pero intentan utilizar esta característica para obtener una mayor prudencia financiera. Conforme a su costumbre habitual, el derecho no puede considerar como juegos o apuestas tales contratos, sino que debería al contrario apoyarles en cuanto a que tienen como finalidad prevenir los efectos del azar.<sup>525</sup> Se puede mencionar como ejemplo las ventas aleatorias, la cesión de derechos garantizados por el vendedor y la especulación para el cedente. Considerando el ejemplo francés es interesante señalar que también durante la labor preparatoria a la ley de 28 de marzo de 1885, se afirmó que en los mercados a plazo, debiéndose calcular el saldo de la diferencia, no debían estar asimilados a los juegos, en cuanto útiles e imprescindibles para las especulaciones en bolsa.<sup>526</sup> La jurisprudencia sobre los mercados a plazo aceptó igualmente esta distinción cuando declaró la validez de los mercados a plazo “que tienen por objetivo la especulación de títulos, las transacciones de valores y de las mutaciones reales de propiedad”.<sup>527</sup>

- Los Swaps según el mercado;

Si la intención de las partes es el carácter más estudiado por los analistas jurídicos de los Swaps, el objetivo es claro en la especificidad. Sin embargo cuando se trata de operaciones de cobertura o de arbitraje o una estrategia de cartera que implica una parte especulativa, el objetivo puede aparecer insuficiente. De hecho, legitima el contrato mediante una noción subjetiva que supone una interpretación puntual de los hechos. Deja entonces un elemento de incertidumbre: algunos Swaps especulativos difíciles de justificar mediante una estrategia de cartera un poco agresiva y no clásica podrían así hacer resucitar de nuevo la cuestión de apuesta.

---

<sup>523</sup> Benabent, A.: ob.cit., pgs 44 y ss

<sup>524</sup> Naquet, A.: Rapport devant la Chambre des Députés, J.O., Déb.Parlementaires, Chambre, 1882, annexe n°1196, pgs 2213 y ss

<sup>525</sup> Toulouse, 30 de junio del 1874, s.1875.II.20

<sup>526</sup> Bank of International Settlements: "Recent Innovation in International Banking", abril del 1986, pg 214; el comité de estudio compuesto por los Bancos centrales del G10 ha publicado esta excelente síntesis de los nuevos instrumentos financieros que consagra una parte entera al examen de las repercusiones de estas innovaciones sobre el sistema financiero y sus factores económicos.

<sup>527</sup> Bank of International Settlements, ob.cit., pgs 42 y ss

Por eso proponemos encontrar un elemento de justificación en la naturaleza misma del instrumento y no en la intención de las partes, cualquiera que sea el Swap considerado, también si es totalmente especulativo e injustificado por las partes contrayentes, la transacción reconocida como lícita de manera automática.

Como hemos visto, los Swaps son parte de un mercado, en el sentido económico del término. Las posiciones están tomadas mediante unas negociaciones entre operadores respetando unas reglas comunes que son la consecuencia de una oferta y de una demanda constantes. No se pueden analizar los Swaps como si fueran un único contrato, destacado de la vida económica. Es parte integrante de la vida de las empresas y de los bancos; es uno de los numerosos medios de acción de los agentes económicos. Como explican algunos autores<sup>528</sup> refiriéndose a la bolsa: “Los detectores de títulos que hacen operaciones sobre mercados, buscan a veces simplemente especular, es decir, comprar para revender inmediatamente o viceversa, con el fin de obtener un beneficio sobre las diferencias de los precios, sin tener alguna intención de conservar los títulos comprados o sin poseer los títulos vendidos. En este proceso surgen dudas sobre la utilidad económica de las bolsas y hay gente que dice que la especulación es un mal del régimen capitalista. La bolsa es un punto clave de este régimen. Pero hasta que haya valores mobiliarios, o simplemente unas obligaciones, no se podrá impedir este proceso. La existencia de un mercado de títulos permite las negociaciones, las reglas aseguran la legalidad de los procesos, además del acceso y de la elasticidad de las inversiones. La bolsa es un mercado financiero que permite a las sociedades abastecerse de recursos que necesita...”.

El mercado de Swaps se distingue de la bolsa porque aún no ha sido reglamentado con un nivel de precisión como el mercado organizado. No obstante el esfuerzo de estandarización y de organización del mercado está presente y lleva a una mayor similitud con la bolsa.

Además el mercado de los Swaps es la única posibilidad para los financieros de realizar operaciones de arbitraje de tipos de interés, es el medio más elástico para realizar unas operaciones de cobertura sobre divisas o sobre tipos de interés, es también uno de los medios para realizar una especulación sobre tipos de cambio o tipos de interés, o de arbitraje de divisas.

---

<sup>528</sup> Cass.Civ 26 agosto 1898, S.1869.I.20, que afirma: "de los mercados a termine en vista de beneficios a realizar sobre la variación de los precios, puede ser serias y entonces legítimas”.

Es igualmente un instrumento que permite a los financieros de las empresas encontrar fondos que tengan características exactamente adaptas a sus necesidades para gestionar de la mejor forma posible la estructura de su endeudamiento. El mercado de los Swaps ofrece la posibilidad de encontrar nuevas fuentes de financiación a unos costes inferiores a los que la empresa hubiera podido encontrar por libre.<sup>529</sup>

Otro aspecto importante es que su influencia sobre el sistema financiero en el conjunto es sin duda positiva. Permitiendo a los operadores aprovechar unos diferenciales entre diferentes sectores del mercado o entre mercados diferentes, los Swaps contribuyen a una homogeneidad de las condiciones ofertadas en el mundo y contribuyen a un perfeccionamiento económico mundial, favoreciendo la libre circulación de los capitales. El mercado de los Swaps contribuye igualmente a un mejor reparto del riesgo y del crédito entre los operadores.

Como lo hacía notar el Banco de los reglamentos internacionales: “la conclusión principal de numerosos observadores de nuevos instrumentos financieros, es que los operadores de mercado, al menos los que tienen acceso a todos los mercados, son capaces de arreglar sus posiciones frente a la mayor parte de riesgos de manera mucho más precisa que anteriormente. Además, lo que permite realizar las operaciones de crédito separando y repartiendo las diferentes categorías de riesgo generalmente asociadas a las operaciones de crédito, y en particular de transferirlas a los que son capaces de absorberlas, tomando unas posiciones de cobertura, o los que su misión es gestionar el riesgo contra el pago de un premio”.<sup>530</sup> El mercado de los Swaps es útil para reducir la volatilidad sobre los mercados financieros. Según la Bank of International Settlements: “es importante reconocer que las innovaciones financieras y el destacamento de los diferentes tipos de riesgo ha podido contribuir a una redistribución del impacto de la volatilidad sobre la economía. También si la volatilidad ha crecido, es importante que sus costes sociales se hayan reducidos, en cuanto redistribuidos”.

De esta explicación se deduce que el mercado de los Swaps se ha vuelto un instrumento imprescindible y necesario para la gestión de la tesorería de las empresas y de los bancos y que hay repercusiones positivas sobre el sistema financiero y sobre la economía. Desde ese momento no se puede reconocer su utilidad y su carácter

---

<sup>529</sup> Carbonnier, J. : *Droit Civil*, Les Biens, PUF, n°10, París, 1990, pg 37

<sup>530</sup> Carbonnier, J.: *Droit Civil*, Les Biens, PUF, n°10, p 37, Mann, F.A.: "The legal aspect of money", Clarendon Press, Oxford, 1992, pgs 195 y ss. Se podrá notar la oposición de Mater: "Traité Juridique de la monnaie et du change", 1925, por el cual la moneda genérica es una mercancía; esta posición, única, en la doctrina internacional llega de cierto economistas cuales Stuart Mill.



razonable. La existencia de un mercado de Swaps, y sus características, legitiman y justifican a nuestros ojos la licitud de los Swaps hacia la reglamentación sobre juegos y apuestas. Es de alguna manera un proceso que pone en segundo plano los intereses específicos de cada operación de Swap para un significado general del mercado. Necesitamos especuladores para concluir las operaciones desfavorables; también son imprescindibles y necesarios al funcionamiento del mercado como lo son los operadores a la búsqueda de cobertura o de arbitraje; contribuyen, mediante su acción, al camino favorable del mercado en el sentido colectivo. Un Swap de pura especulación está entonces justificado por el interés superior que defiende el mercado en su conjunto.

Notamos que tal justificación nunca ha sido excluida por la jurisprudencia. Se limita a notar que la operación que les ha sido presentada era “real”, “útil” o “razonable”, sin indicar cuáles son los criterios justificados de estas calidades<sup>531</sup>. Los autores han buscado tradicionalmente en la intención de las partes el elemento de legitimación.

Por todas estas razones nuestra conclusión es que los Swaps no pueden ser considerados como apuestas o juegos.

### **3.2.7.1. Las soluciones de otros países sobre la apuesta**

Es importante notar que los otros países han adoptado soluciones más coherentes, las definiciones de apuestas excluyen unos contratos justificados por una lógica económica y no sujeta solamente a la casualidad. En Inglaterra, antes de la entrada en vigor del Financial Service Act de 1986, la doctrina era unánime en reconocer que los Swaps no pueden estar incluidos en esta definición en cuanto se integran en la estrategia financiera internacional de los operadores.<sup>532</sup>

En el derecho Inglés, las apuestas no se definen en función de los elementos exteriores, sino a partir de la intención de las partes en intentar que la fortuna debe ser la única causa del contrato

Además la definición jurídica de la apuesta, que llega de la sentencia Carill contra Carbonic Smoke Ball Cod de 1892<sup>533</sup> exige, para distinguir la apuesta, que cada parte no busca en la operación una perspectiva de ganancia. Esta condición cumulativa

---

<sup>531</sup> Hamel, J.: *Réflexions sur la théorie juridique de la monnaie*, Mélanges Sugiyama, 1940, pg 86

<sup>532</sup> Brown J.T.: World Bank: "Currency Swaps: a borrowing technique in a public policy context", Bock, D. y Wallich, C.: World Bank Staff Working Papers, n°640, Washington

<sup>533</sup> 1892, 2 QB 485

tiene el efecto de paralizar la excepción del juego cuando una de ellas ha intervenido en el contrato con otro fin.<sup>534</sup> Si las partes tienen el fin de jugar sobre los diferenciales y si la única causa fuera el “estilo”, la transacción queda bajo la categoría de las apuestas.

De todos modos, la sección 63 del Financial Service Act ha excluido expresamente de la aplicación de los Gaming Act de 1845 y 1892, un cierto número de contratos financieros realizados en el cuadro de la actividad profesional de uno o de otro o de las dos partes:<sup>535</sup> los contratos diferenciales, los contratos que tiene por objeto aparente la ganancia.<sup>536</sup> La Corte de Apelación inglesa aplicó este texto a favor de un Bookmaker de París, que era miembro de la “Association of Futurs Brokers and Dealers” proponiendo unas apuestas sobre la evolución de los índices financieros.<sup>537</sup>

En este contexto, los Swaps deberán reconocer el derecho de citar, también en caso de reglamento diferencial, si los hechos de la causa dejan aparecer un fundamento económico para al menos una de las partes: adosamiento de una deuda, transformación de una renta de un activo, gestión de una cartera de transacciones o prestar unos servicios financieros mediante un intermediario financiero.

Las convenciones con un “objetivo económico reconocido y perceptible” se escapan a la definición de apuestas del artículo 764 del BGB alemán. Este es el caso de los Swaps con el objetivo de controlar el riesgo de los tipos de interés y de cambio de las operaciones.<sup>538</sup>

En Bélgica, la excepción del artículo 1965 del Código Civil no puede ser invocada por unos interventores para que las operaciones constituyan una actividad profesional. Las partes del Swap son exclusivamente profesionales, y tienen otros intereses en un contrato además de la suma susceptible de ser ganada o perdida.<sup>539</sup>

---

<sup>534</sup> "Neither of the contracting parties having any other interest in that contract that the sum or stake he will so win or lose, there being no other consideration for the making of such contract by either of the parties".

<sup>535</sup> "Entered into by either or each party by way of business"

<sup>536</sup> "Contract for differences or under any other contract the purpose of which is to secure a profit or avoid a loss by reference to fluctuations in ... an index".

<sup>537</sup> "City Index Ltd v Leslie", 14 marzo 1991, commentato da Rachel Davies, Financial Times, 19 marzo 1991, pg 22

<sup>538</sup> Preusche, R.: "Interest rate and currency Swap operations under german law", intervento en la Conférence du Luxembourg, Kumpel, Wertpapiermitteilungen, 1986, pgs 661 - 669

<sup>539</sup> Banque Nationale de Belgique: "Les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises", Conferencia organizada por la asociación Luxemburguesa de los juristas bancarios 25 y 26 de septiembre del 1985 en Luxemburgo; Dierckx F.: "Les opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises en droit belge", intervento en la Conférence du Luxembourg, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el "Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), sobre las "operaciones de cambio y de tipo de interés y de divisas en derecho continental", el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo

En Luxemburgo, la ley de 21 de junio de 1984 excluye del campo de aplicación de la excepción de juego, las operaciones a plazo realizadas mediante un crédito entre dos entidades de derecho luxemburguesas. En el plan internacional, el campo de aplicación de la ley de 1984 queda limitado a los contratos donde interviene una entidad de crédito luxemburguesa.

La intervención legislativa ha sido mal acogida por la doctrina. De hecho, la jurisprudencia había resuelto ya el problema creado por el obstáculo del artículo 1965 del Código Civil. Una sentencia de 15 de junio de 1983 citaba “los mercados a plazo, y aquéllos por diferencial, son perfectamente válidos y que como regla general no está prohibido especular sobre la rebaja o la subida de los precios”.<sup>540</sup>

La ley misma fue objeto de críticas a causa de su aspecto demasiado simplificado. La Cámara de Comercio y el Consejo de Estado, propusieron generalizar el proyecto, atrayendo la atención sobre el hecho de que no se hace referencia a la situación donde intervendrían en un contrato a plazo de las entidades de crédito extranjeras, o también de los agentes de cambio (en la época) luxemburgueses o extranjeros, que no tenían las credenciales de entidades crédito.

Como notaba Elvinger : “La jurisprudencia ha mantenido, por una vez, el paso con el legislador : no hay dudas, ni legales, ni de hecho, ya que considerando las definiciones de los tribunales, las operaciones de cambio y sobre tipos de interés ya no son consideradas como juegos y apuestas según el artículo 1965 del Código Civil Francés” ; en el caso de no-aplicación de la ley de 21 de junio de 1984, estos principios jurídicos solucionarían el problema.

### **3.2.8. El Swap como contrato fuera de balance**

Con la expresión "operación no reflejada en el balance" se quiere calificar un tipo concreto de operación jurídico económica: la que no figura en el activo o en el pasivo del estado patrimonial del sujeto que la concluye. Una operación que no está incluida en el balance, no quiere decir que no exista apunte contable alguno de tal operación: estas operaciones se reflejan en las "cuentas de orden" o en la memoria "nota integrativa", en el caso italiano, de las cuentas anuales.<sup>541</sup>

---

<sup>540</sup> Jurisprudencia mencionada da Elvinger A, intervención en la Conférence du Luxembourg.

<sup>541</sup> Sobre las cuentas de orden, Colombo, G.: *Il bilancio di esercizio. Struttura e funzione*, Cedam, Padua, 1990, pgs 286-290, y especialmente al pg 119, en la que estudia con detenimiento el principio de no

La característica fundamental de una operación no reflejada en el balance reside en el hecho de que sus resultados económicos no pueden formar parte del patrimonio de la entidad hasta un momento futuro, a partir del cual se integran en el balance. Los resultados económicos de una operación "off-balance", con carácter general, no influyen sobre la situación patrimonial del sujeto que la realiza, y, sucesivamente, son operaciones no contabilizadas en el balance, como activo o como pasivo,<sup>542</sup> sino en las "cuentas de orden", y que no tienen relevancia en la formación del resultado económico del ejercicio.<sup>543</sup>

Así, las ganancias o las pérdidas económicas objetivas de los sujetos que concluyen estas operaciones pueden ser distintas de las ganancias y de las pérdidas contables, porque en el resultado contable no hay reflejo de todas estas operaciones. Las operaciones tradicionales que se encuentran en el balance, exigen de hecho una cierta cantidad de recursos propios<sup>544</sup> y, son arriesgadas, mientras que los bancos habitualmente, gozan de la oportunidad de obtener fondos de fuentes alternativos, por consiguiente, se ha pasado de operaciones contabilizadas en el activo del balance de los bancos a otras, las operaciones "no contabilizadas", que resultan de gran liquidez, alta rentabilidad y fiscalmente ventajosa.

El tipo general de instrumentos fuera del balance se subdivide a su vez en los servicios financieros y las "contingent claims". Este segundo tipo de operación implica algunos riesgos, se trata de transacciones financieras que tratan de gestionar el riesgo de los tipos de cambio y de intereses. Si se quiere conocer la verdadera situación económica de cualquier empresa, estas operaciones deben ser al menos mencionadas en

---

inscripción de relaciones pendientes, y Quattraro, B.: *Il bilancio di esercizio. Problematiche civili, fiscali e penali*, Giuffrè, Milán, 1989, pgs 275-277

<sup>542</sup> En el pasivo del estado patrimonial de una entidad de crédito no se prevé una voz relativa al "patrimonio neto" (Directiva CEE 86/635). Los componentes patrimoniales se clasifican en voces diversas (reserva, capital, etc.). Esta estructuración es distinta de la adoptada para los balances societarios.

<sup>543</sup> Minervini, G.: "Gli Swaps", en *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni novanta*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoles, 1993, pg 59

<sup>544</sup> Los recursos que una entidad de crédito puede disponer son ajenos o propios. Los recursos ajenos se definen como la parte de la financiación básica de una empresa que se utiliza con tres fines: cubrir los riesgos de la gestión, financiera la infraestructura de la empresa, y proporcionar financiación a una parte importante del capital circulante. En realidad la distinción entre recursos propios y ajenos se refiere a la ajenidad y exigibilidad de los recursos representados en el balance. Así, los recursos ajenos se denominan también pasivos exigibles. En cambio los recursos propios reflejan en su representación contable las fuentes de financiación de la empresa que integran el patrimonio social y sobre las que no existe obligación de restitución (la cual si existe en el caso, por ejemplo, de los préstamos entendidos como fuentes de financiación que implican un endeudamiento de la empresa y que son recursos ajenos). Fernández Del Pozo, L.: *El fortalecimiento de recursos propios*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas, Madrid, 1992, pgs 10, 11, 25 y 39.

las "cuentas de orden".<sup>545</sup> Estas operaciones, según algún autor, permiten transferir o asumir riesgos distintos, y, en general, negociar tales riesgos separadamente respecto de la actividad de la que traen causa<sup>546 547</sup>. Una de estas operaciones es el Swap.

El crecimiento ilimitado de la familia de los productos financieros que contablemente se pueden considerar como "contingent claims", ha provocado que la Directiva CEE 86/365, quede obsoleta en Europa.

En Italia, con el Banco de Italia, se hizo la clasificación en familias de operaciones no incluidas en el balance, una de estas eran los contratos derivados en los que se encuentran los Swaps. El Banco de Italia, tenía la finalidad de determinar el importe de las obligaciones de naturaleza financiera, las operaciones de "Interest Rate Swap" que se pondera en el diez por ciento del capital de referencia con la circular de mayo de 1988 cumpliendo lo establecido en el CICR de 21 mayo de 1987.

Los movimientos de dinero se contabilizan en las categorías de la cuenta de pérdidas y ganancias residual bajo la voz otros gastos u otras ganancias, si las partes pactan la realización de pagos por la diferencia entre los flujos, tales diferencias se registran como gastos o ganancias, según estén o no a favor de quien ingresa el pago o paga. En la práctica se ha creado la voz contable "diferenciales de Swap" para indicar tales sumas, en el caso de que las partes decidan pagarse solamente las diferencias.<sup>548</sup> Por la cuantía, hay quien sostiene que ha de ser el capital total, incluyendo el Swap en los intereses.<sup>549</sup> Otros proponen la separación de una parte del riesgo en la hipótesis menos favorable de oscilación del tipo de interés en juego.<sup>550</sup> De todas formas la jurisprudencia sostiene la exigibilidad de una explicación de los contratos y de las operaciones incluidas en la voz "cuentas de orden" dentro del informe de los administradores sobre la contabilidad de la sociedad.<sup>551</sup>

---

<sup>545</sup> Goris, H.: "The legal aspects of Swap. An analysis based on economic substance", Graham & Trotman, London, 1994, pgs 44 y ss

<sup>546</sup> Calandrini, C., Cavalieri, E.: *Il bilancio di esercizio degli enti creditizi* (dirigido por Cavalieri, D.), Utet, Turin, 1993, pgs 75 y ss. Si se quiere ser jurídicamente preciso, hay que afirmar que con estas operaciones no se pueden "negociar riesgos", sino intercambiar posiciones jurídicas de modo que los riesgos que corría una de las partes pasen a la otra.

<sup>547</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 142

<sup>548</sup> Paternollo, F., Tardini, P.: "Il rischio di interesse in Italia, strumenti e strategie per aziende banche e investitori istituzionali", Milán, 1996, pgs 147-148

<sup>549</sup> Cucinotta, G., Moretti, E.: *Strumenti della nuova finanza: domestic interest rate Swaps, warrant, cap, floor, collar, Commercial Paper, opzioni, prestiti convertibili*, NIS La nuova Italia scientifica, Roma, 1988, pg 34

<sup>550</sup> Giuliani, F.M.: "I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del rapporto", Diritto e pratica tributaria, I, Milán, 1992, pgs 905 y ss

<sup>551</sup> Así las sentencias del Tribunal de Roma de 25 de junio de 1979, Banque de Financement finabank versus Soc. Generales Inmob., en Giurisprudenza Commerciale, 1990, II, pg 66; del Tribunal de Milán de

Recientemente la globalización e integración de los mercados hace necesaria la armonización de la información financiera que los países proporcionan a sus inversores, analistas y cualquier tercero interesado. Por tanto, el objetivo perseguido es la creación de un grupo de normas para todas las entidades que coticen en un mercado secundario de la Unión Europea, obtener una comparabilidad de los estados financieros, así como lograr un aumento de la transparencia de la información.

Con esta finalidad el 19 de julio de 2002 se aprobó el Reglamento de la UE relativo a la aplicación de las Normas Internacionales. El citado Reglamento exigía que, a partir de 1 de enero de 2005 a más tardar, todas las entidades que coticen en un mercado así como aquéllas que estén preparando su admisión a cotización en estos mercados, elaboren sus cuentas consolidadas.

El Reglamento es de aplicación directa para las entidades que coticen en un mercado regulado de la UE, sin necesidad por parte de los Parlamentos nacionales. Asimismo, se faculta a los Estados miembros que permitan o exijan la aplicación y la preparación de cuentas anuales individuales, así como para los grupos sin cotización oficial.

El 29 de septiembre de 2003, la Comisión Europea ha publicado el Reglamento (CE) 1725/2003 de la Comisión, que determina las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y sus interpretaciones (SIC), que serán de aplicación obligatoria a partir de 1 de enero de 2005. En dicho reglamento se incluyen todas las normas e interpretaciones, salvo las NIC 32 y 39 y las SIC con ellas relacionadas.<sup>552</sup>

En España es un tema muy reciente y todavía no se distingue muy claramente cuáles serán las operaciones de derivados, dentro de ellos también están los Swaps<sup>553</sup> que serán considerados "operación no reflejada en el balance" y cual habrá que reflejarlas. Desde las primeras interpretaciones parece que es indispensable entrar en el complicado tema de distinguir entre las operaciones de hedging puro y las que no son de hedging puro, la cuales serían consideradas especulativas. Según la mejoría de los

---

12 de junio de 1984, Colombo versus Soc. L'Ausiliare, en Società, 1984, pg 667; y del Tribunal de Apelación de Catania de 27 de febrero de 1986, Astuto versus Acanto S.p.A., en Società, 1986, pg 1094. Una cuidada, pero en nuestra opinión no del todo compartible, explicación económica de la contabilización del Swap se puede encontrar en Levis, M., Pecetto, M., *I contratti di Swap: Swap di tasso e di cambio, evoluzione del mercato, regolamentazione giuridica dei contratti, valutazione finanziaria, regime fiscale e contabile*, Il Sole 24 ore, Milán, 1996, pgs 181-195, en las que parece que los autores citados conciben el Swap de divisas como un Swap en el que se intercambian los principales al comienzo y al final del contrato. Sin embargo, no creemos que sea del todo correcta la explicación de la contabilización del currency Swap.

<sup>552</sup> [www.ey.com/global/content.nsf/Spain/NIC](http://www.ey.com/global/content.nsf/Spain/NIC)

<sup>553</sup> Según el IAS 32 por derivados se entienden: "Opciones, warrants, futuros, Forwards y Swaps".

auditores, las de hedging serán en balance, las “otras” serán registradas bajo la voz “otros derivados” en la cuenta de pérdidas y ganancias. Solo con el cierre de 2008 todas las empresas españolas serán obligadas a contabilizar sus derivados, o la valoración de los mismos en la cuenta resultado o en balance.

### **3.2.9. El Swap como contrato diferencial**

El contrato diferencial nace en los siglos XVI y XVII como la mayor parte de las operaciones "antecedentes generacionales" de los derivados y ha sido utilizada para responder a las exigencias del fenómeno especulativo, desarrollado a partir de 1700.

Jurídicamente se distingue el contrato diferencial puro del mixto. El puro es lo ilustrado por el artículo 764 del BGB alemán, que dispone que hay contrato diferencial "differenzgeschäft", cuando tiene por finalidad la entrega futura de cosas o de valores, y se tiene la intención de que se pague la diferencia entre el precio establecido y el precio de mercado que las cosas tendrán el día fijado para la entrega de tales valores. En este caso el contrato diferencial es una sola operación.

El denominado "diferencial mixto" sería aquél en el que sólo una de las partes tiene la intención de liquidar la diferencia en el momento de la conclusión del contrato.<sup>554</sup> En la doctrina alemana hay quien afirma que el Swap es un contrato diferencial porque permite a las partes la obtención de la diferencia producida por el riesgo de intereses o de cambio, de modo que las partes no tendrían ni siquiera que concluir un contrato opuesto entre ellas para obtener el mismo resultado.<sup>555</sup>

Más recientemente, el problema de la compensación contractual de los Swap se ha manifestado, con carácter general en el 1988, cuando el Capital Accord abordó la necesidad de un tratamiento especial a efectos de coeficientes de los contratos de Swap y otros instrumentos, al observarse que las entidades que celebran estos contratos no están expuestas a la totalidad del riesgo de crédito, sino solamente al riesgo representado por el coste de reposición de la posición contractual de la parte incumplidora. El Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea aprobaron la Directiva 96/10 CE de 21 de marzo de 1996, que en resumen dice que los derechos y obligaciones recíprocas de las partes, queden automáticamente amalgamados, de tal

---

<sup>554</sup> Trumpler, H.: "Die Differenzgeschäfte nach dem BGB und dem Borsengesetz", en Zeitschrift (dirigido por Goldschmidt), vol. 50, Mónaco, 1901, pgs 395-407

<sup>555</sup> Shafer, G.: "ZinsSwaps un Zinscaps als Differenzgeschäft gem.762, 764 BGB", en Zip, 1986, pgs 1305-1306

forma que la novación determine un importe único neta cada vez que se aplique la novación y se cree así un nuevo y único contrato jurídicamente vinculante que extinga los contratos anteriores.<sup>556</sup> Desde un punto de vista contable, la Circular 5/1993 del Banco de España (Circular 12/1996), advierte que la compensación contractual, que las entidades de crédito pueden calcular sus requerimientos de recursos propios para la cobertura del riesgo de contrapartida sobre la base de importes netos y no brutos, siempre que se cumplan determinados requisitos...<sup>557</sup> modificado con la Disp. Adic. 10 de la Ley 37/1998 y modificado poner el artículo 16 de la Ley 44/2002, que amplía el concepto de operaciones financieras que se benefician de un régimen especial en supuesto concursales a nuevas operaciones de uso habitual en el mercado y que hasta la promulgación de la reforma no contaban con la cobertura adecuada en el ordenamiento español. Estas regulaciones tienen como referencia la documentación ISDA y, en concreto, los llamado “Margin Agreements”.<sup>558</sup>

En la doctrina italiana, se realizan cuatro distinciones básicas en el estudio del contrato diferencial: propio *versus* diferencial impropio, simples *versus* diferencial complejo.<sup>559</sup> La cuestión iuris del Swap como contrato diferencial no hace referencia al contrato diferencial complejo, propio o impropio, sino a los contratos diferenciales simples exclusivamente. Un contrato diferencial simple es el acuerdo por el que las partes convienen, con una sola manifestación de voluntad y en el momento de la conclusión del contrato, liquidar las obligaciones mediante el pago de las diferencias.<sup>560</sup> Es complejo cuando hay dos contratos a plazo, consecutivos e inversos. Esta última categoría se distingue en propios o impropios, los primeros son aquellos mediante los cuales el especulador concluye dos compraventas independientes y sucesivas con la misma contrapartida. Hay dos contratos jurídicamente autónomos.<sup>561</sup> Los impropios<sup>562</sup> son los que tienen la intención de liquidar solo la diferencia, concluye una serie de

---

<sup>556</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte J.: Comentario a la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, Aranzadi, Navarra, 2003, pg 17

<sup>557</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte J.: *Comentario a la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Aranzadi, Navarra, 2003, pg 18

<sup>558</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte J.: ob.cit., pg 126

<sup>559</sup> Esta ultima distincion la sostiene Bianchi d'Espinosa: *I contratti di borsa. Il riporto*, en Trattato di Diritto Civile e Commerciale (dirigido por Cicu y Messineo), Milán, 1969, pgs 391-402; Corrado, R.: *I contratti di borsa*, en Trattato di Diritto Civile Italiano (dirigido por Vassalli), Unione Tip. Editrice, Turin, 1960, pgs 200-212

<sup>560</sup> Galgano, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II (Le obbligazioni e i contratti), Cedam, Padua, 1999, pgs 166-168

<sup>561</sup> distinción también de Zamorano. Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 142

<sup>562</sup> Messineo, F.: "Gli affari differenziali impropri", en Rivista del Diritto Commerciale, II, Milán, 1930, pgs 685-686



operaciones con contratantes diferentes en momentos distintos. Hay también dos contratos distintos e independientes uno de otro.<sup>563</sup>

Compartimos la opinión, en lo que se refiere a los contratos diferenciales simples, pero no pensamos que el Swap sea un contrato diferencial. En el contrato diferencial las partes, en el momento de la conclusión del contrato, establecen que recíprocamente se pagará la diferencia. Tal concepto no se debe confundir con el de la compensación. La compensación tratada en los artículos 1195 a 1202 del Código Civil Italiano y artículos 1241 a 1252 del Código Civil, es un modo de extinguir las obligaciones (artículo 1156 del Código Civil Italiano); mediante ella dos deudas se extinguen por: modo automático si las deudas son homogéneas y tienen por objeto una suma de dinero o una cantidad de cosas fungibles y si son líquidas y exigibles (artículo 1243 del Código Civil y 1196 del Código Civil).<sup>564</sup> Si una de las dos deudas no se ha liquidado, la compensación puede ser ordenada por el juez, y se dice que la compensación es judicial. La última hipótesis es que la deuda puede ser compensada voluntariamente, siempre que haya las condiciones citadas (artículos 1252 del Código Civil), es decir se estipulan dos compraventas recíprocamente.<sup>565</sup>

Es importante notar que el mecanismo compensatorio funciona ex post: las partes liquidan por la diferencia, aunque originariamente cada una esté obligada a entregar a la otra todo el dinero. Además tiene origen en relaciones jurídicas distintas, entre las mismas partes, y a causa de fuentes autónomas de obligaciones. La compensación no sería posible en ningún caso, ya que son necesarias dos obligaciones nacidas de fuentes distintas, mientras que en el Swap los pagos recíprocos son las presentaciones de un solo contrato.<sup>566</sup>

---

<sup>563</sup> No parece estar de acuerdo Messineo, F.: "Gli affari...", pg 685, quien deja entrever una opinión favorable a la consideración del diferencial complejo propio como contrato unitario. Tal opinión se basaría sobre la similitud entre el diferencial y el contrato de reporto (artículo 1548 del Código Civil), y sobre la teoría de que cuando dos contratos en sentido inverso se concluyen entre las mismas partes no existe la posibilidad de entrega efectiva de cosa por precio, a que se produce la compensación. En contra del citado autor en este punto, Corrado, R.: *I contratti di borsa*, en Trattato di Diritto Civile Italiano (dirigido por Vassalli), Unione Tip. Editrice, Turin, 1960, pg 217

<sup>564</sup> La jurisprudencia ha añadido otro requisito: la certeza de las dos deudas, requisito que no se da, cuando uno de los dos créditos ha sido reconocido por una sentencia que todavía no es definitiva (Galgano, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II (Le obbligazioni e i contratti), Cedam, Padua, 1999, pg 98, que pone como ejemplo la sentencia de la Cassazione de 13 de mayo de 1987, num 4423)

<sup>565</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 150

<sup>566</sup> No estamos de acuerdo ni con Caputo Nasseti (Profili, cit., pg 59), ni con Ferrarini, G.: "I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale", en I derivati finanziari (dirigido por Riolo), Edibank, SBL Milán, 1993, pg 36, cuando afirma que el contrato de Swap prevé la aplicación de la disciplina de la compensación, que solo permite liquidar las diferencias cuando las obligaciones se deban cumplir en la misma fecha aunque originariamente se pactaran para fechas diferentes.

El principal error de los que apoyan el intercambio viene del hecho de que parten de la conclusión, es decir, de que el Swap es un intercambio, en lugar de llegar a esa conclusión por deducción. Para ellos es suficiente buscar las condiciones necesarias a la existencia de un intercambio para demostrar que nada se opone a adaptarlas al Swap. La demostración de los autores es negativa, y encuentra apoyo en la exclusión sucesiva de todas las oposiciones posibles.

El esquema deductivo empezando por elementos reales tiene el fin de encontrar una calificación: “la calificación especial de Swap de tipo que proponemos, se deduce por su objeto (tiene por objeto unas sumas de dinero, emitidas en la misma unidad de cuenta, que es también la moneda del pago) y de la reciprocidad de las obligaciones de las partes”<sup>567</sup>. Nos preguntamos qué es lo que permite acercar el objeto del Swap y los importes de moneda nacional al contrato de intercambio.

Podemos intentarlo por el camino contrario y demostrar que los elementos constitutivos alejan al Swap de la calificación de intercambio.

El objeto de los Swaps de tipos es, efectivamente, el ingreso de los importes de moneda nacional. El derecho positivo nos invita a pensar que una determinada moneda es un medio de pago y no una mercancía<sup>568</sup>, eso está confirmado por las raras sentencias del Tribunal Supremo que dictan explícitamente que los Swaps son una excepción a este principio.

### **3.2.9.1. La compensación contractual (Netting)**

Como hemos mencionado anteriormente en el párrafo 2.5., el RD 5/2005 sobre régimen de compensación contractual y de garantías financieras se incluye en la Disposición Adicional segunda de la Ley concursal donde se enumeran los regímenes especiales que vienen a establecer una excepción al régimen concursal general. No se trata tanto de disponer especiales privilegios a las entidades financieras como de proteger el bien función. El régimen previsto en estos preceptos traspone al Derecho español la normativa europea en materia de garantías financieras y en materia de recursos propios de las entidades, dada la circunstancia de que se posibilite la liquidación mediante el netting o compensación, finalidad subrayada por el Banco de

---

<sup>567</sup> Boulart, P.A.: ob.cit., pg 216

<sup>568</sup> Carbonnier, J.: ob.cit., Mann, F.A. : ob.cit., pgs 198 y ss

España en su Circular 3/2008, de 22 de mayo<sup>569</sup>, es decir un funcionamiento de los mercados financieros a través del establecimiento de un sistema que posibilita minorar el riesgo de dichas entidades autorizando los sistemas de liquidación mediante netting o compensación.

Desde el comienzo las partes pactan obtener y realizar una serie de pagos en distintos momentos. Los pagos recíprocos tienen una fecha en el que pueden ser realizados. Si se cumplieran en una fecha distinta, se plantea el problema relativo a la liquidación de sus diferencias, porque en este caso no sería posible aplicar ni las reglas de la compensación, ni las de los contratos diferenciales, ni las reglas de las variaciones cuantitativas de los créditos recíprocos.<sup>570</sup> La solución sería que las partes utilizaran el mecanismo de la variación de créditos.<sup>571</sup> Este contrato implica necesariamente la voluntad de realizar pagos recíprocos, que a continuación vendrán "compensados" entre ellos. El Swap no puede ser definido como un contrato por el cual las partes pagan solo las diferencias entre los pagos teóricos.<sup>572</sup>

El "netting" es la liquidación mediante el sistema que consiste en contrabalancear los créditos recíprocos nacidos de un solo contrato. Según la doctrina se pueden distinguir: el "netting of payments", el "netting by novation", el "close out netting".<sup>573</sup>

En el "netting of payments" las obligaciones de pago se sustituyen por una sola obligación que se corresponde con el resultado neto de los distintos pagos. Se puede denominar este sistema de contrabalanceamiento, y reduce el riesgo de entrega y el riesgo de liquidez.<sup>574</sup> Según el "Master Agreement" de la "ISDA" el mecanismo del netting es accesorio: las partes pueden desvincular la "compensación de la operación aislada" y realizar el netting con referencia a pagos debidos por una pluralidad de operaciones, que tienen vencimiento en la misma fecha y en la misma divisa.<sup>575</sup> En

---

<sup>569</sup> Munoz Perez, A.F.: "El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pg 112

<sup>570</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 152

<sup>571</sup> Y no, como dice Caputo Nasseti, F.: ob.cit., pgs 59-60, el mecanismo compensatorio.

<sup>572</sup> La mayoría de la doctrina italiana sostiene esta opinión. Agostinelli, Bernardini, Capaldo, Caputo Nasseti, Catalano, Cavallo Borgia, Cirillo, Ferrero, Goulauen, Loddo, Mateucci, Mtelli, París, París, Righini, Rossi, Salanitro.

<sup>573</sup> Un estudio introductorio de estos tipos de netting se puede encontrar en Tremante, L.: "La compensazione nelle operazioni internazionali di Swap", en I derivati finanziari (dirigido por Rolo), Milán 1993, pgs 114-116

<sup>574</sup> Directiva 10/96, de 21 de marzo de 1996 (infra Apendice II, 3 a)

<sup>575</sup> 1992 Máster Agreement Multicurrency Cross Border, artículo 2: "If on any date amounts would otherwise be payable: 1) in the same currency; and 2) in respect of the same transaction, by each party to the other, then, on such date, each party's obligation to make payment of any such amount will be

Italia con el Swap se realizan una serie de intercambios de pagos, no es un negocio diferencial. Como nos explica el artículo 3 del contrato “ABI”,<sup>576</sup> el netting, no tiene, como ha afirmado algún autor, importancia estructural en el Swap.<sup>577</sup> Es la modalidad de netting más sencilla. Es el proceso mediante el cual las obligaciones de pago entre las partes se sustituyen por una sola obligación que se corresponde con el resultado neto de los distintos pagos. Según la definición de ISDA se trataría de la liquidación de pagos presentes o futuros en dinero vinculados con uno o más contratos financieros. El concepto netting, por consiguiente hacer referencia tanto al sistema de “contra-balanceamiento” de los créditos, cuando se trata de un contrato Swap aislado, cuanto a la propia compensación, utilizada en forma jurídica correcta, es decir como pagos vinculados a más de un contrato.<sup>578</sup>

En el “netting by novation”, las partes pactan sustituir las originarias obligaciones por una nueva cuyo objeto es la suma resultante de la compensación de las respectivas prestaciones, se puede utilizar pero sólo para obligaciones de la misma divisa, y con la misma duración. Se explica bajo este acuerdo la existencia de obligaciones recíprocas calculadas en la misma divisa y con la misma duración, en el que las partes pactan sustituir las originarias obligaciones por una nueva cuyo objeto es la suma resultante de la compensación de las respectivas prestaciones. El administrador concursal no puede realizar el mecanismo del “cherry picking” excepto sobre una única obligación que queda. El hecho de que el netting by novation se pueda realizar solamente, cuando las obligaciones sean en la misma divisa u con la misma duración, determina que la utilización de este mecanismo es limitado.<sup>579</sup>

---

automatically satisfied and discharged and, if the aggregate amount that would otherwise have been payable by the other party, replaced by an obligation upon the party by whom otherwise have been payable by the other party, replaced by an obligation upon the party by whom the larger aggregate amount would have been payable to pay to the other party the excess of the larger aggregate amount over the smaller aggregate amount. The parties may elect in respect of two or more transactions that a net amount will be determined in respect of all amounts payable on the same date in the same currency in respect of such transactions, regardless of whether such amounts are payable in respect of the same transaction (...)."

<sup>576</sup> contrato ABI en el artículo 3 dice: "Il debitore tasso parametro fisso dovrà pagare al debitore tasso parametro variabile una somma pari all'importo periodico della componente fissa per ciascun periodo del tasso parametro fisso; il debitore tasso parametro variabile dovrà pagare al debitore tasso parametro fisso una somma pari all'importo periodico della componente variabile per ciascun periodo del tasso parametro variabile. Allorquando la scadenza del periodo del tasso parametro fisso venga a coincidere con la scadenza del tasso parametro variabile, la liquidazione degli importi periodici sarà effettuata in via differenziale (...)."

<sup>577</sup> Agostinelli: "Le operazioni...", ob.cit., pg 127

<sup>578</sup> Munoz Perez, A.F.: "El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pg 122

<sup>579</sup> Munoz Perez, A.F.: "El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pg 122

El “Close out netting”, tiene la finalidad de mantener el riesgo de crédito dentro de los límites de la exposición “neta”, que resulta de la compensación de las pretensiones recíprocas derivadas de las operaciones realizadas entre ellas.<sup>580</sup> Las partes se comprometen a abonarse las diferencias entre el precio pagado por la entrega de la prestación y el precio en el mercado en el momento en que la prestación debe ejecutarse, sin que los intercambios de cosa y precio lleguen a producirse. La obligación de entrega se convierte en pecuniaria por la cláusula de liquidación por diferencias. En las situaciones de insolvencia, la parte in bonis de estas operaciones se enfrenta a dos riesgos: el primero es el riesgo a quedarse al descubierto y el cumplimiento del contrato queda en el aire hasta que la administración concursal así lo decida y ello porque cada operación financiera puede ser vista como un “contrato pendiente de ejecución” que la administración concursal ha de cumplir o resolver cuyo tratamiento estaría contemplado en el art 61 LC.<sup>581</sup>

El “Close-out netting” minimiza el riesgo de la falta de cobertura, y la cláusula de “terminación unificada” minimiza el riesgo de “cherry picking”. Es un pacto destinado a operar en presencia de múltiples operaciones estipuladas entre las mismas partes con la finalidad de mantener el riesgo de crédito dentro de los límites de la exposición neta, que resulta de la compensación de las pretensiones recíprocas derivadas de las operaciones realizadas entre ellas, en el momento en el que se produzca un incumplimiento por cualquiera de las partes. Esta cláusula se compone de dos piezas: una cláusula de liquidación anticipada, cuya eficacia se anuda a la propia declaración de concurso y una cláusula de compensación que permite extinguir en la cantidad concurrente las deudas y los créditos recíprocos que surjan entre las partes a resulta de la liquidación anticipada de cada una de las operaciones incluidas en el contrato marco.<sup>582</sup>

### **3.2.9.2. El intercambio**

---

<sup>580</sup> Perrone, A.: “Gli accordi di close-out netting”, en BBTC, enero/febrero 1998, pg 52. Distinguen los dos conceptos, Berger, K.P.: “Der Aufrechnungsvertrag”, Jus Privatum, Tübingen: Mohr, 1996, pgs 22-30; Bosch, F.W.: “Finanztermingeschäfte in der insolvenz zum netting im insolvenzverfahren”, en Wertpapier Mitteilungen, 1994, pgs 42-43

<sup>581</sup> Muñoz Perez, A.F.: “El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pg 123

<sup>582</sup> Muñoz Perez, A.F.: “El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pg 123

El argumento esencial contra la calificación de intercambio recae sobre la intención de las partes. Tienen el objetivo de transformar las características de los productos financieros a los cuales están sujetos y para llegar, realizan unos pagos calculados en referencia a la carga o a los productos financieros correspondientes y de los tipos de interés diferentes aplicados sobre un mismo importe del capital. Las partes no tienen nada que hacer con la suma de dinero correspondiente a la integridad de los intereses a pagar, la única cosa que cuenta es la diferencia, y por lo tanto el pago se puede realizar bajo la forma de diferencial.

Comparamos esta voluntad con la de las partes de un contrato de intercambio. Estas últimas cambian dos cosas en cuanto a la obtención del objeto del cambio es su motivación principal. Pagan las cosas que buscan con una cosa que le pertenece y que interesa a la otra parte; las dos cosas cambiadas son de igual valor para no crear un desequilibrio patrimonial. Es por eso que la diferencia es evidente: el Swap crea una situación de obligaciones de pago desequilibrada; es este desequilibrio que buscan las partes, en cuanto desean una transformación de las características de ciertos elementos del patrimonio.

Además, la sola “cosa” que sería lógico intercambiar es el cargo o el producto de los intereses; ahora las partes no lo intercambian, y esta es la prueba que esta “cosa” no les interesa, y que su motivación no es la de firmar un contrato de intercambio. Para entender mejor esta diferencia esencial, imaginémonos un contrato en el cual dos personas propietarias de vehículos de colección, del mismo valor, acuerdan recibir, una el de la otra, las ganancias realizadas por sus vehículos durante los concursos de coches antiguos. Cada parte se obliga a pagar a la otra los premios recibidos en los concursos. Osaremos decir que el contrato firmado, ¿es un contrato de intercambio? Si notamos que los beneficios de los concursos simbolizan el diferencial entre los tipos de interés, variando según el provecho de una o de la otra parte, y que los coches simbolizan la parte equivalente de los tipos que no ha sido transferida, comprendemos mejor la intención de las partes. La confusión nace en los Swaps por el hecho de que el coche y los precios tienen la misma consistencia. Este razonamiento, simboliza los Swaps de activos, que habrían podido ser idénticos para los Swaps de pasivos suponiendo que las partes se cambian los precios de los premios no percibidos.

Cuando las partes no están interesadas en el cambio de la parte similar a los tipos de interés, es evidente que su voluntad no es la de realizar un contrato de intercambio. Al contrario hay que ver en los Swaps una simple voluntad de obligarse recíprocamente

a unos pagos. El fin de los pagos no es el de obtener la situación de la otra, sino de modificar su propia situación. Es este uno de los aspectos más importantes de la explicación financiera de los Swaps: los Swaps no meten una de las partes en la posición de la otra o viceversa, como casi siempre se dice. Sino que se apoyan en la situación de la otra parte; cada una intenta obtener una estructura financiera que le compense y es la única cosa que les interesa. Un Swap de cobertura o de especulación aporta un elemento en su cartera global, un Swap de arbitraje reduce el coste de una financiación. La estipulación de un premio a favor de un banco intermediario, es la repartición de los útiles en el caso de los Swaps de arbitraje, dejan que las partes no cambien sus posiciones, pero si hacen unos pagos teniendo unos importes específicos.<sup>583</sup>

Recordamos que la jurisprudencia todavía no ha admitido que el intercambio no puede tener por objeto unos flujos financieros. Deducimos que las partes consideran la moneda no como objeto de transferencia entre ellas, sino como un medio de pago y esto vale también para la moneda extranjera<sup>584</sup>. Los Swaps no se pueden considerar familias de contratos de cambio. La estructura desigual de los pagos que deben realizar las partes, es evidente, y calificarla como intercambio parece aún más difícil de establecer.

Del mismo modo que en todos los contratos hay un elemento aleatorio, pero hay unas condiciones muy precisas para calificar un contrato aleatorio, en todos los contratos sinalagmáticos se puede encontrar una idea de intercambio, pero esta no es suficiente para calificarlos jurídicamente como intercambio.

Estas observaciones son aplicables a los Swaps de divisas. El objetivo perseguido por las partes es el de cambiar las divisas objeto del contrato. Esta afirmación resulta clara respecto a los pagos de los intereses. Para el capital, estamos fácilmente tentados de reconocer que las partes estipulan un contrato de cambio, en cuanto tienen realmente necesidad de las divisas extranjeras. El fin principal de las partes es el de obtener, como para los tipos de interés, una posición nueva respecto a los tipos de cambio, y todo eso que hemos dicho respecto a los tipos de interés, puede ser considerado para los tipos de cambio. Accesoriamente y en un segundo tiempo solamente, puede parecer útil transferir efectivamente el capital de las divisas, la prueba de este carácter secundario de intercambio de divisas hay que buscarlo en el hecho de

---

<sup>583</sup> Ver explicaciones de los Swaps de tipos de interés.

<sup>584</sup> Ver explicaciones precedentes sobre la calificación de moneda extranjera.

que existen unos Swaps de divisas sin transferencia de capital inicial, y también sin transferencia de capital.

Una vez más, las partes no consideran el objeto del contrato como una mercancía; las divisas son unos medios de pago que les permiten satisfacer unas obligaciones pecuniarias cuyo objetivo es el de transformar las características de una posición financiera dada.

La calificación de compraventa no puede ser considerada por las mismas razones.

Dos últimas críticas serán formuladas relativamente a las consecuencias de tales calificaciones en contrato de compraventa o de intercambio. Los autores, dándose cuenta de que estas teorías no explican el pago de los solos diferenciales cuando estén previstos, han recurrido a los mecanismos de la compensación: así los Swaps, serían unos intercambios, con una cláusula de compensación<sup>585</sup>. La compensación es un modo de extinción de los créditos<sup>586</sup>, eso supone que existen dos créditos recíprocos entre las partes, si ha habido un cambio, ya no hay motivo para realizar una compensación. El cambio o la compensación son dos medios jurídicos diferentes para expresar la misma operación económica. Hemos visto que el intercambio no corresponde a la situación cubierta por los Swaps, es interesante, notar que los sostenedores de la teoría hablen de compensación. Un autor analizando las diferencias entre el intercambio y la compensación dice que: “si los mecanismos tienen unos efectos comparables, las nociones de intercambio o de compensación son distintas. El intercambio transfiere la propiedad de un crédito, que se extingue por confusión, la compensación apaga los créditos sin que haya una transferencia. La compensación es un modo de extinción de las obligaciones, el intercambio un modo de transmisión de los derechos”.<sup>587</sup>

Esta última acotación nos conduce a una última crítica. El cambio y la venta son unos contratos que transfieren unos derechos reales. Se aplica entonces el artículo 1138 del Código Civil francés y del principio “res perit domino”; cuando hay imposibilidad de ejecución de la obligación, los riesgos están a cargo del acreedor y no del deudor, cada vez que el acreedor ha vuelto a ser propietario de la cosa, eso es el caso del momento de la firma del contrato de venta o del vencimiento. Así el acreedor no pagado, no puede librarse de su obligación recíproca de entregar o de pagar,

---

<sup>585</sup> Meyrier, F.: “Les contrats d’échanges de devises e de taux d’intérêts (Swaps)”, D.P.C.I, T.12, n°1, París, 1986, pg 42

<sup>586</sup> Weill, A. y Terre, F.: ob.cit., pgs 212 y ss

<sup>587</sup> Soussi-Roubi, B : “Le contrat d’échange”, R.T.D.Civ., París, 1978, pg 257



conformemente al principio de la excepción “no adimpleti contractas”; el equilibrio esencial de los Swaps es así peligrosamente puesto en causa.

### **3.2.10. Los Swaps que tienen una obligación pecuniaria**

Los Swaps que tienen por objeto divisas provocan unas cuestiones particulares. Se trata de determinar si comportan una obligación de naturaleza o una obligación pecuniaria: para dividir esta cuestión, hay que saber cuál es la naturaleza de la moneda extranjera (3.2.10.1), antes de sacar las consecuencias sobre el régimen jurídico aplicable (3.2.10.2), y luego tendremos que examinar las condiciones de los pagos en moneda extranjera (3.2.10.3).

#### **3.2.10.1. La naturaleza jurídica de la moneda extranjera**

Los autores inspirados por la doctrina alemana, diferencian entre la moneda genérica, que es la moneda nacional en forma funcional, sin alguna citación sobre el tipo de instrumento, y la moneda específica, que es la moneda extranjera bajo todos sus aspectos.<sup>588</sup> La cuestión de la naturaleza de la moneda se refiere a la genérica. Dos tesis se oponen entre liberales que sostienen la moneda como mercancía, y los defensores del particularismo monetario. La moneda genérica, está reconocida como una no-mercancía.<sup>589</sup> “En el sector del Derecho Civil, la moneda, el dinero, constituyen una categoría muy particular de objeto que el hombre puede apropiarse y utilizar para la satisfacción de sus necesidades”. Se puede notar, que en el Código Civil francés, hay artículos específicos: está previsto un régimen jurídico especial para las obligaciones de sumas de dinero (Art. 1153); opone formalmente la venta en la cual el comprador debe un precio en dinero, en cambio o en las partes se da recíprocamente una cosa contra la otra (Art. 1702); regla la aportación en dinero en las sociedades (Art. 1883 y 1846); establece unas reglas especiales para el préstamo de dinero (Art. 1895) o para el préstamo de lingotes (Art. 1896) y para el depósito de sumas monetarias (Art. 1932).

Este debate ha conducido a una verdadera definición de moneda. Las reflexiones de Hamel atraen nuestra atención. El autor nota en un primer momento que la moneda figura en los patrimonios como bienes funcionales; todos los derechos que tienen los

---

<sup>588</sup> Nussbaum, A.: *Das Geld in Theorie und Praxis*, Frankfurt, 1925, pg 456

<sup>589</sup> Hamel, J.: *Réflexions sur la théorie juridique de la monnaie*, Mélanges Sugiyama, 1940, pg 89 y ss

bienes móviles funcionales se aplican a la moneda de los otros móviles funcionales. Rechaza la idea de que el criterio de distinción consiste en que el valor de la moneda es a menudo independiente de la cosa física constituida por el instrumento monetario<sup>590</sup>; en cuanto a esto, sirve realmente para numerosas cosas, pero la moneda siempre es un múltiplo o una fracción de una unidad.

La moneda se diferencia por su objeto; ella misma no representa nada, vale solamente para su poder de adquisición. Por eso, algo que aparece como un factor esencial en el análisis jurídico de la moneda, es el fin al que está afectada. La moneda constituye un componente de los activos patrimoniales indiscutible en los patrimonios, a un elemento de activos que está hecho para servir de base a unas transacciones. La moneda, por si misma, no está destinada a satisfacer las necesidades, ni genera útiles, sino es un instrumento de transacción. Mientras los economistas consideran la moneda como una medida de valores y se interesan en sus variaciones, el jurista busca esta virtud que permite cumplir las transacciones en el orden y en la paz social; busca la medida común a las cosas. Cuando se habla de transacciones, los instrumentos jurídicos no representan nada por si mismos; valen como signos de la unidad monetaria y de sus múltiplos. Hay que hacer referencia a la unidad monetaria para efectuar unas comparaciones de valores, sobre los cuales se vierten las transacciones. La unidad monetaria y su curso, son esenciales. La libra inglesa o el euro pueden representar una unidad cualquiera de mercancía sobre mercados nacionales e internacionales; para el que ha prometido entregar una determinada cantidad sin tener en cuenta algo que podrá ser adquirido con esa determinada suma el día del pago, más o menos respecto al vencimiento establecido por el contrato...tanto para el economista como para el jurista, la moneda es una solamente, pero mientras el economista se une a valores reales del instrumento monetario que permite la compra de riquezas, el jurista considera solamente el valor fijo e invariable de la unidad ideal que sirve de base y de medida a las relaciones contractuales.

La cuestión es más delicada o controvertida para la moneda extranjera. La definición misma de moneda extranjera no es fácil. Algunos consideran que son extranjeras todas las monedas diferentes a la del lugar del pago.<sup>591</sup> Pero la opinión más conocida es que se trata de monedas que no aparecen en el sistema monetario en el que

---

<sup>590</sup> Mann, F. A.: ob.cit., pgs 198 y ss

<sup>591</sup> Carbonnier, J. : ob.cit., pgs 37 y ss

se encuentre.<sup>592</sup> Esta es la definición que encontramos en Francia: “son monedas extranjeras todas las monedas que la ley del estado no ha ordenado la fabricación, es decir, la circulación a título de moneda nacional”.<sup>593</sup>

La doctrina dominante en Francia considera la moneda extranjera como mercancía,<sup>594</sup> pero esta opinión no está aceptada por todos<sup>595</sup>. La jurisprudencia en Francia ha dado ejemplos de su aceptación de la opinión de la doctrina dominante. Una sentencia del tribunal de París<sup>596</sup> cita: “que la expresión incluye todas las cosas que se venden y se compran, y que los billetes de bancos y los billetes de estado de proveniencia extranjera tienen este carácter, porque son objeto de transacciones comerciales”. La obligación había sido emitida por unos rublos y se resolvió, prohibiendo la importación, en cuanto a bienes extranjeros.

Parece difícil aceptar una posición tan estricta y poco argumentada<sup>597</sup>. Es preferible adoptar una posición mixta donde la naturaleza jurídica de la moneda extranjera tiene que ser apreciada en cada caso. ¿Cómo se caracteriza la mercancía? La noción de mercancía no es jurídica, sino económica: representa una cosa que puede ser objeto de un comercio. Tiene entonces un carácter relativo y no puede ser atribuida a una cosa, por naturaleza. Así una moneda extranjera se trata y se cuota sobre mercados de cambios como mercancía; a veces puede ser utilizada como una moneda para funciones clásicas de moneda: servir como medio de pago, como instrumento de valoración.<sup>598</sup> Estas consideraciones nos llevan a adoptar una vía media y elástica, más cerca de la realidad de la utilización de la moneda. La regla sintetizada por el profesor Mann es la siguiente: las circunstancias determinarán la naturaleza de la moneda extranjera, será moneda si ha hecho tal función, será mercancía si ha sido objeto de un comercio.<sup>599</sup>

---

<sup>592</sup> Hamel, J.: *Réflexions sur la théorie juridique de la monnaie*, Mélanges Sugiyama, 1940, pg 83

<sup>593</sup> Cour de Paris, 30 de mayo del 1921, S.1921.2.89

<sup>594</sup> Mater: ob.cit., justifica la propia posición mediante una falsa hipótesis: “si la moneda en general es una mercancía, lo es por supuesto cuando se trata de monedas extranjeras”; la jurisprudencia tiene interpretaciones contrastantes, por ejemplo en Francia y en Bélgica, los tribunales la calificación a veces como una obligación de hacer (Trib de commerce de Bruges, 20 de mayo del 1920 e Trib di Rouen, 31 de octubre del 1922)

<sup>595</sup> Carbonnier, J.: ob.cit., pgs 37 y ss

<sup>596</sup> Mann, F.A.: ob.cit., pgs 198 y ss

<sup>597</sup> Cass. Civ. 4 de diciembre del 1962, D. 1963.698, anotación Pedamon; la sentencia reconoció la validez de una cláusula valor-oro en un contrato de préstamo.

<sup>598</sup> Savetier, R.: “La stabilisation du franc et les clauses ayant tendu à remédier à l'instabilité de la monnaie”, J.C.P.1928.I.953; Mestre, J.: “Contrats valables et contrats nuls en période de cours forcé”, J.C.P.1938.I.57.

<sup>599</sup> Carbonnier, J.: *Droit Civil*, Enciclopedia Dalloz, n°44, palabra “obligations”, n°44, Dalloz, París, 1989

Esta solución es la del realismo y corresponde a una constatación análoga, hecha por la doctrina cuando nos preguntábamos sobre la validez de las cláusulas oro y valor oro.

Pero al mismo tiempo el rol del oro se modificó, y su reconocimiento jurídico se transformó con el paso del tiempo.<sup>600</sup> Los autores interesados por la naturaleza jurídica del oro, afirmaron que su naturaleza jurídica en realidad se podía desdoblar: “se puede considerar a veces como mercancía y otras como moneda. Su calificación varía según las hipótesis y según criterios de distinción que están establecidos por roles que las partes mismas se dan. Si el oro es el centro de la operación, se constituye como el objeto principal sobre el cual se alinean todos los otros elementos, su calidad de mercancía no se puede poner en duda. Si al contrario interviene solo de forma accesorio para determinar el importe de la prestación pecuniaria que equilibra la prestación en naturaleza, tiene un rol de moneda, es decir, de medio de pago. Su naturaleza es transformable”.<sup>601</sup>

La cuestión es entonces la de saber cuál es el rol de la moneda extranjera en los contratos de Swap de divisas. El primer motivo por el cual se hace el contrato según la voluntad de los contrayentes, es el de gestionar el riesgo de cambio, y el Swap por la naturaleza misma del producto, obliga a las contrapartidas a pagar determinadas sumas para concluir el contrato. Esa obligación de pago determina entonces utilizar la moneda extranjera como una verdadera y propia moneda. La situación está clara en lo que respecta a los Swaps de divisas sin transferencia inicial de divisas.

En el caso de Swap de divisas con transferencia inicial y final, reinan incertidumbre y confusión. Los Swaps pueden ser objeto de una doble lectura que conduce a unas conclusiones inversas: satisfacen la exigencia del control del riesgo de cambio de las partes, pero miran simultáneamente a proveerles unas divisas extranjeras que necesitan. La primera conclusión calificar la moneda extranjera como moneda en sentido propio. La segunda conclusión hace del Swap un contrato de cambio en el cual la moneda es objeto de comercio y debe ser considerada como mercancía. ¿Cuál es la solución privilegiada? Los Swaps de divisas son, ante todo, unos instrumentos de gestión del riesgo de cambio. Esta característica es la que comprende todas las formas

---

<sup>600</sup> Brown, J. T.: "Les échanges de devises et de taux d'intérêt entre entreprises", *Journal de droit des affaires internationales*, n°3, 1995, pg 308

<sup>601</sup> Mann, F. A.: *ob.cit.*, pg 190

de Swap y permite conservar esta visión unitaria de la familia de Swaps que hemos evidenciado. La moneda extranjera tiene un rol de moneda puro y duro.

### **3.2.10.2. Los Swaps comportan una obligación pecuniaria**

Los diversos conceptos o distintas definiciones que se formulan en la doctrina en torno a la obligación son el resultado de una evolución histórica.

En general arrancan del concepto de la obligación que dominó la última fase del Derecho romano. En el primitivo Derecho romano, era vínculo que sujetaba la persona del deudor o del acreedor. Del cumplimiento de la obligación o satisfacción de la deuda respondía el deudor con su propia persona. En cambio, a partir de la Ley Poetelia (año 326 antes de Cristo), de la deuda debía responder los bienes del obligado.

Partiendo de las Instituciones de Justiniano y de un Texto del Digesto se formuló el conocido concepto de la obligación, como “vínculo jurídico que necesariamente compele a dar, hacer o realizar algo”. En el fondo de las definiciones modernas palpita el mismo concepto romano. La única novedad está en que fuera de algunos autores que conservan la palabra vínculo, la generalidad la ha sustituido por la de relación, así, en el sentido de una relación jurídica total se puede definir la obligación como “la relación jurídica en virtud de la cual una persona denominada acreedor tiene el derecho de exigir de otra persona denominada deudor el cumplimiento de una determinada prestación, y esta última, tiene el deber jurídico de cumplirla”.

El Código Civil español no da un concepto de la obligación, sino que en el artículo 1088 se limita a señalar que “toda obligación consiste en dar, hacer o no hacer alguna cosa”. Esta fórmula ha sido criticada desde diversos puntos de vista. Así se ha dicho que el artículo 1088 no se refiere al contenido directo de la obligación, sino al contenido de la prestación que es el objeto de la relación obligatoria – desde otro punto de vista se ha criticado al Código por no dar una verdadera definición de la obligación.

La doctrina partiendo del artículo 1088 y combinándolo con el principio de responsabilidad patrimonial universal, en el artículo 1911, define la obligación como “el derecho del acreedor dirigido a conseguir del deudor una prestación de dar, hacer o no hacer alguna cosa, garantizada con todo el activo patrimonial del obligado”.<sup>602</sup>

---

<sup>602</sup> Según Roca Sastre y Puig Brutau , en, Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

El Código Civil español habla de obligaciones pecuniarias, cuando la prestación consiste en entregar una suma de dinero en concepto de tal. La doctrina distingue dentro de las obligaciones pecuniarias dos especies distintas, según la distinta función económica que desempeñe el dinero:

- a) Deuda de dinero, cuando el dinero funciona como medio de cambio de cosas y servicios, la deuda puede considerarse como una deuda de dinero.
- b) Deuda de valor, cuando el dinero opera no como medio de cambio sino como medida del valor de los bienes y servicios, como sustitutivo de los mismos. El problema más grave que plantean las obligaciones pecuniarias es la pérdida del valor adquisitivo del dinero, los remedios previstos pueden ser: legales es decir a la vista de una devaluación o inflación ya producida, el legislador puede conceder una revalorización de los créditos tratando de poner al día las prestaciones devaluadas; judiciales es decir el juego de la cláusula “rebus sic stantibus”, se entiende que una alteración sobrevenida de las circunstancias que fueron tenidas en cuenta por las partes en el momento de contraer la obligación, produce la resolución del vínculo contractual o su revisión por vía judicial; contractual, es decir la prevención del fenómeno por las propias partes interesadas, mediante la estipulación de una cláusula de estabilización, por medio de ella, las partes, al establecer una prestación pecuniaria, fijan la relación que existe entre la suma de dinero objeto del contrato y un determinado índice, quedando obligadas al reajuste de la suma dineraria recibida de acuerdo con aquella relación.

El Código Civil francés distingue las obligaciones según su objeto en los artículos 1101 hasta el 1126 del Código Civil. La doctrina ha propuesto otras distinciones y en particular entre las obligaciones de sumas de dinero u obligaciones pecuniarias y las obligaciones en naturaleza.

Las obligaciones en naturaleza se caracterizan por ser insensibles a las variaciones monetarias y la consecuencia es que el acreedor de la obligación no está sujeto a la aleatoriedad de las variaciones de la moneda; se trata de obligaciones de dar unos bienes específicos o unos bienes funcionales (a excepción del dinero), o puede tratarse de obligaciones de hacer o de no hacer.

Las obligaciones pecuniarias comportan directamente y “ad initio” el ingreso de un importe determinado;<sup>603</sup> su régimen jurídico es diferente al de las obligaciones de dar cosas materiales, en cuanto la moneda no es un bien material como los otros.

---

<sup>603</sup> Sale of Good Act, 1979, s.2

En los Swaps de divisas, se crean por ambas partes contratantes una obligación de dar un bien material, que es la moneda extranjera. Hemos visto que la moneda extranjera debe ser considerada en este tipo de transacción como una moneda en sentido propio, es por ello que podemos deducir que los Swaps crean unas obligaciones pecuniarias.

Mann,<sup>604</sup> para identificar las características de dos tipos de obligaciones utiliza el criterio de la moneda, que hemos ilustrado anteriormente: “el principio servirá también como base para responder al dilema de si una obligación de pagar un importe en moneda extranjera es una obligación pecuniaria o una obligación de entregar mercancía. Cuando el pago de un cierto importe de moneda extranjera está prometido, la obligación es considerable como pecuniaria en cuanto la moneda extranjera funciona como moneda en sentido propio, la naturaleza jurídica de la obligación siendo idéntica a la obligación de pagar una suma en moneda nacional. Cuando la moneda extranjera es objeto de comercio, será considerada como mercancía, a causa de la naturaleza de la transacción”.

Mann, ilustra así sus afirmaciones: si un ciudadano londinés cambiara 1 GBP contra 1,4992 EUR en una oficina de cambio en Londres o si pidiera a su banquero darle 1000 USD por unos GBP para pagar un acreedor americano, no habría alguna duda que los EUR o los USD son considerados como mercancía. Pero si el banquero acordara a su cliente un préstamo de 100 USD, no se trataría de un depósito, pero si de un contrato de préstamo diferente del depósito, siempre que no sean los mismos billetes los devueltos, sino que simplemente un importe equivalente sea reembolsado. Si no fuera así, el principio que justifica la devolución de los intereses y si no hubiera una cláusula expresa, no se podría aplicar. Del mismo modo, si una empresa londinense firmara un acuerdo con una empresa de Liverpool cuya obligación fuera la de entregar una determinada cantidad de madera contra un cierto importe en Coronas Suecas, no se trataría del instituto jurídico del treque, sino de una venta de bienes y las coronas suecas serían consideradas como “un equivalente monetario, que se llama precio”.<sup>605</sup> No importa que la moneda extranjera se pague en el país o el extranjero, o que el acreedor sea residente o no, de la misma manera que la moneda sea debida desde el punto de vista de un contrato doméstico o internacional: la naturaleza jurídica de la obligación

---

<sup>604</sup> British American Continental Bank Ltd v. Crédit Général Liégeois, 1922, 2 Ch.589, 595, per Lawrence; Rhokana Corporation Ltd v. Inland Revenue Commissioners, 1936, 2 All ER 687, 681 per Lawrence

<sup>605</sup> 1976, A.C. 443, interpretation: Mann, F.A., ob.cit., pg 192; Brown J.T., ob.cit., pg 302

debe siempre responder a las siguientes preguntas: ¿las divisas tienen un rol de moneda? ¿Es decir, son medios de intercambio?

La conclusión que se obtiene de estos ejemplos y de este razonamiento es que una obligación de pago hecha en divisa extranjera es una obligación pecuniaria. Esta solución no ha sido siempre aceptada<sup>606</sup>, pero hoy está justificada mediante la sentencia *Millangos v. George Frank Ltd.*<sup>607</sup> En esta sentencia se ha juzgado que los tribunales británicos son competentes para resolver una obligación de pago en moneda extranjera y pueden emitir sentencia en divisas extranjeras. El profesor Goode<sup>608</sup> se alinea a esta opinión y reconoce la existencia de un riesgo de interpretar los intercambios iniciales y los sucesivos como unas operaciones individuales pertenecientes a ventas y compras de divisas, que podrían estar interpretadas como un treque de mercancía. El autor admite que una visión estaría de acuerdo con el movimiento que estaría a favor de la percepción de una obligación emitida en divisas como una obligación plenamente monetaria<sup>609</sup>, y sugiere evitar utilizar los términos de venta de divisas en los contratos; (La empresa A vende a la empresa B un importe de divisas C contra otro importe de divisas D), hay que intentar redactar la obligación de cada parte distintamente, y expresarlas como una simple obligación, condicionada por la ejecución de la obligación de la otra parte de pagar un determinado importe<sup>610</sup>. Esta es la técnica hoy utilizada en la mayoría de los contratos. Así la obligación contenida en un contrato de Swap de divisas tiene que ser considerada como una obligación pecuniaria.

Es importante, en un contrato financiero, saber qué tipo de obligación está en juego, en cuanto el régimen jurídico de las obligaciones pecuniarias tiene algunas particularidades. Este régimen que deroga al derecho común de las obligaciones de cosas y de género, se manifiesta en el Código Civil francés por cuanto pertenece al objeto del pago, respecto a la reparación de los daños moratorios y relativamente a la ejecución forzada.<sup>611</sup>

Una obligación monetaria se encuentra normalmente sujeta al principio del nominalismo monetario: es decir, la identidad del nombre hace presumir la identidad de una moneda como valor intrínseco (es decir, la identidad del poder de adquisición), a

---

<sup>606</sup> Good R.M.: "Payment Obligations in Commercial and Financial Transactions", Sweet and Maxwell, Londres, 1983, pg 6

<sup>607</sup> Brown, J.T.: "Composite currencies, Financing, Accounting and Invoicing", Feduci, París, pg 198; Brown, J.T.: "ECU devant les tribunaux", Eurépargne, febrero, 1985, pgs 297 y ss

<sup>608</sup> Goode, R.M.: ob.cit. pg 6 e Brown J.T.: ob.cit., pg 304

<sup>609</sup> Carbonnier: ob.cit. pgs 37 y ss

<sup>610</sup> En el sentido material del termine

<sup>611</sup> París, 18 de febrero y 17 de junio del 1927, D.P.1928.2.49, nota de Savatier;



través del tiempo. Esta es una regla del derecho positivo, regla que trae sus orígenes en los usos y costumbres, pero encuentra aplicación en uno de los principales institutos, el préstamo de dinero. Considerando el Código Civil francés, su Art. 1895 cita: “La obligación que deriva de un préstamo de dinero, es la suma numérica escrita en el contrato. Si hubiera una variación de los contratos<sup>612</sup> antes del vencimiento, el deudor tendría que devolver la suma numérica prestada y tendría que devolver solamente esta suma, con el dinero que tiene curso legal al momento del pago”. Esta afirmación está confirmada por la jurisprudencia cuando el deudor coge en préstamo una suma en moneda extranjera.<sup>613</sup> El principio del nominalismo tiene por efecto económico el de fijar el importe de la obligación. En caso de depreciación de una moneda, es el acreedor de la obligación emitida en aquella moneda quien tiene el riesgo de depreciación. Esto es propio del principio de base que está sujeto a la operación de Swap de divisas. Las partes determinan inicialmente los importes y los tipos de interés sobre los cuales se harán los Swaps. Estos importes están definidos y las partes no puede modificarlas, algo que perjudicaría el equilibrio del contrato. Aunque si hubiera la necesidad de evaluar o reponer al correcto valor una eventual moneda que se haya depreciado a causa de la inflación<sup>614</sup>, todo eso para remediar a las injusticias generadas por el principio del nominalismo, esta emergencia estaría limitada a las estipulaciones contractuales expresas.

Si una de las partes no cumple sus obligaciones, el acreedor de la obligación no ejecutada, puede obtener, mediante una acción legal, la condena del deudor a reparar el daño causado por la inexecución. La valoración del daño no presenta otras características dependiendo de si la obligación no ejecutada es en naturaleza o es pecuniaria. Por lo que incumbe a las obligaciones en naturaleza, el juez busca el equivalente pecuniario, por lo que toca a la responsabilidad se dice que el reembolso de los daños tiene que ser equivalente al perjuicio y que el perjuicio tiene que ser integrado totalmente.<sup>615</sup>

---

<sup>612</sup> Reconocimiento de las cláusulas de inflación de precios: Cass.Civ.1a 27 de junio del 1957, D.1957, 649, J.P.C. 1957.II.10093 bis, aunque si el estado intente limitar las situaciones más inflacionistas: Savatier R, D.1959, Chronique 63 e D.1972, chronique 1.

<sup>613</sup> Carbonnier, J.: ob.cit., pgs 37 y ss

<sup>614</sup> El artículo 1149 del Código Civil francés estipula: "la reparación de los daños debida al acreedor debe cubrir la pérdida o la falta de beneficio, exclusas las excepciones y modificaciones abajo elencadas".

<sup>615</sup> Carbonnier, J. : ob.cit., pgs 37 y ss

En el caso de no-ejecución de una obligación pecuniaria, se considera sólo la reparación de los daños moratorios. El juez no debe evaluarlos, es la ley la que lo hace por él.

Siempre considerando el ejemplo francés, la ley actualmente en vigor es la n. 75-619 de 11 de julio de 1975, que a su vez hace referencia a un dato externo, el tipo del Banco de Francia. La compensación de los daños para un retraso en la ejecución, se presenta como un porcentaje *a forfait* de la suma debida. El artículo 1153 del Código Civil francés, siempre para seguir con el ejemplo de nuestros vecinos, nos da la solución: “En las obligaciones que tienen por objeto el pago de un cierto importe, la reparación de los daños resultantes del retraso de la ejecución, no pueden ser mayores del tipo legal, excepto casos particulares. Esta reparación está debida sin que el acreedor tenga que justificar cualquier tipo de pérdida. El deudor que ha causado, por mala fe, un daño independiente al acreedor a causa del retraso, puede obtener una reparación de los daños diferente de los intereses moratorios del crédito”.

El sistema de los intereses legales establece los tipos aplicables: el tipo ordinario aplicable es el del banco central, haciendo referencia a la duración del año civil. La ley francesa dice también que el tipo podría ser aumentado de cinco puntos al vencimiento de dos meses con efecto retroactivo al momento de la decisión ejecutiva contra el deudor. Estos son importes *a forfait* y no pueden ser discutidos.

Es justo notar que estas disposiciones podrían perturbar el equilibrio del contrato (los tipos de descuento podrían ser diferentes de los tipos del mercado que estaban previstos en el contrato y que eran esenciales), no se deben aplicar en el caso de que en el contrato sean ya establecidas por las cláusulas penales y de las reparaciones de los daños por los retrasos de pago.

Otra particularidad hace referencia al sistema de ejecución forzada. De hecho estos son procedimientos que tienen por objetivo vender los bienes de deudor al fin de convertirlos en dinero; de manera que el acreedor de un importe de dinero sea siempre satisfecho y reciba exactamente el importe al que tenía derecho.

Por fin una última regla trata del artículo 1244 del Código Civil francés y es la que se aplicaría sólo a las obligaciones pecuniarias: “El deudor no puede forzar al acreedor a recibir en parte el pago de una deuda, también si fuera divisible. Los jueces pueden, teniendo en cuenta la posición del deudor y teniendo en cuenta la situación económica, acordar prorratear el pago, sin superar un año...”.

Llegados a este punto nuestra conclusión es doble: en los Swaps, la moneda extranjera tiene un rol de moneda y las dos obligaciones recíprocas incluidas en el contrato son unas obligaciones pecuniarias.

Esta conclusión tiene varias ventajas: tiene el mérito de conservar una visión unitaria de los Swaps de divisas y de tipos de interés que estarán sujetos a las mismas reglas jurídicas; da una visión más realista de la operación en la cual las partes quieren obligarse a realizar unos pagos considerando las divisas como moneda en sentido real. Evitan así ciertas interpretaciones jurídicas que consideran la moneda extranjera como mercancía.

Respecto a la teoría de los riesgos, el principio general es que en caso de imposibilidad de ejecutar una obligación a causa de fuerza mayor, los riesgos están a cargo del deudor que no ha podido ejecutar la obligación. El Art. 1138 del Código Civil francés crea una excepción al principio “res perit debitori”: cuando la obligación no ejecutada es la de entregar una cosa, los riesgos son para el acreedor, y no para el deudor de esta obligación; cada vez que el acreedor se la entrega se vuelve propietario de la cosa: “res perit creditori”. El acreedor aunque no haya recibido nada tiene que cumplir la obligación. La inejecución de la obligación de entrega que estaba a cargo del vendedor no libera al comprador, que se vuelve así propietario de su propia obligación al pagar el precio. El artículo 1138 del Código Civil francés se aplica a todos los contratos sinalagmáticos que comportan una transferencia de la propiedad: venta, intercambio o donación condicionada.<sup>616</sup>

Si calificamos la moneda extranjera como mercancía, la consecuencia es que los Swaps se encontrarían también calificados en esta categoría de contratos y estarían sujetos al principio “res perit domino”. El problema es que la transferencia de propiedad se realiza en el momento de la firma del contrato<sup>617</sup>, de esta manera las partes de un contrato de compraventa evitan las consecuencias del principio del Art. 1138 del Código Civil introduciendo en los contratos una cláusula de reserva de propiedad.

Los que opinan la teoría de la divisa como mercancía pueden solamente llegar a un acuerdo de transferencia inmediato de la propiedad de las divisas en el momento de la firma del contrato de Swap. Si un evento de fuerza mayor interviniese y una de las partes no pudiera ejecutar más la propia obligación contractual, el acreedor debería

---

<sup>617</sup> Mann, F.A.: ob.cit., pg 306

soportar el cargo de esta inexecución y no se encontraría liberado de su propia obligación. No se podría imaginar una situación más contraria a la voluntad de las partes.

Un segundo problema surge en el cálculo de la reparación de los daños en el caso de que haya una inexecución de las obligaciones por parte de una de las partes. Hemos visto que las modalidades de cálculo son diferentes según se trate de una obligación en naturaleza o una obligación pecuniaria. Decir que los Swaps comportan una obligación en naturaleza nos lleva a un cálculo ya no forfetario y legal de los intereses de demora, sino a una valoración hecha por el juez del equivalente monetario por el perjuicio causado. Eso significa que el juez debe evaluar el valor en la moneda nacional, de un cierto importe de moneda extranjera. Tal operación estaría en perfecta contradicción con el sentido económico y el espíritu mismo de los Swaps, de hecho si las partes tienen estipulado hacer un Swap sobre divisas particulares es porque hay un interés económico para hacer esa operación específica, y no para ver la operación evaluada en moneda nacional; el otro problema surge cuando nos preguntamos qué tipos de cambio utilizará el juez para transformar esas divisas en moneda nacional. En caso de juicio el Swap perdería así todo su valor.

Todas estas consideraciones confirman nuestra posición mostrando que la tesis de la moneda extranjera, como mercancía u obligación en naturaleza no es aceptable en el caso de los Swaps.

### **3.2.10.3. El carácter del pago internacional y sus aplicaciones**

Hemos discutido hasta ahora la naturaleza de la obligación de pago contenida en el Swap referente a las legislaciones nacionales. Debemos ahora profundizar en cuál es la forma que puede tener este pago internacional. El pago del Swap, puede tener dos formas: el operador utiliza tanto unas divisas que posee materialmente, como unas divisas “Off-shore”.

En el primer caso, nos preguntamos si el deudor de una obligación de pago en moneda extranjera no podría sustituir la moneda del lugar del pago con la moneda del pago<sup>618</sup>. De hecho, todos los sistemas legislativos tienen previsto unos derechos de conversión, sea para el deudor, sea para el acreedor, permitiendo transformar una deuda

---

<sup>618</sup> Kleiner, B.: *Internationales Devisen-Schuldrecht Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden*, Zurich, 1986, pgs 178 y ss

de moneda extranjera en moneda que tiene curso legal en el lugar del pago<sup>619</sup>. Estas legislaciones son el resultado de antiguos pensamientos que trataban de asegurar una supremacía de la moneda nacional, y no provocaban así unas consecuencias de desequilibrio en los contratos.

El sistema británico<sup>620</sup> prevé que el deudor pueda elegir el pago en la moneda del lugar del pago al tipo de cambio del día del vencimiento; pero si el deudor retrasa su pago, el acreedor puede entonces elegir tanto el tipo de cambio del día del vencimiento, como el del día del pago; de tal manera el deudor no se aprovecharía de su retraso, y el acreedor recibiría un equivalente correcto del valor intrínseco de la deuda. Otros países ofrecen una opción única al deudor y el tipo de conversión es el del día de vencimiento<sup>621</sup>, otros cogen el tipo del día del pago como tipo único de cambio.<sup>622</sup>

En Francia, sin embargo, hay una solución más compleja, pero más eficaz, obteniendo el mismo fin. El principio general es que todos los pagos realizados en Francia deben ser efectuados en moneda local. La conversión debe ser efectuada sobre la base del tipo de cambio del día del pago. Pero hay también la posibilidad por parte del acreedor de pedir el pago al tipo del día asignado. Esta es la consecuencia de una decisión del Tribunal Supremo que obligó a un deudor francés a pagar en francos franceses el contravalor en rublos a su acreedor ruso, al tipo de cambio de día de la asignación.<sup>623</sup> “El tribunal ha rechazado aceptar las ofertas hechas en París en moneda extranjera; el tribunal dice que el pago hay que hacerlo en Francia, y el principio es que

---

<sup>619</sup> Estados Unidos: sección 3-107 del Uniform Commercial Code: "A promise or order to pay a sum certain in money and, unless a different medium of payment is specified in the instrument, maybe satisfied by payment of that number of dollars which the stated foreign currency will purchase at the buying sight rate for that currency will purchase at the buying sight rate for that currency on the day on which the instrument is payable or, if payable on demand, on the day of demand. If such an instrument specified a foreign currency as the medium of payment the instrument is payable in that currency"; Article 41 of the Uniform Law on Bills of Exchange and Notes per iniziativa della Grande Bretagna ed adottato da una trentina di paesi: "When a bill of exchange is drawn payable in a currency which is not that of the place of payment, the sum payable may be paid in the currency of the country, according to its value on the date of maturity. If the debtor is in default, the holder may at his option demand that the amount of the bill be paid in the currency of the country according to the rate of the day of the maturity or the day of the payment.

The usages of the place of payment determine the value of the foreign currency. Nevertheless the drawer may stipulate that the sum payable shall be calculated according to the rate expressed in the bill.

The foreign rules shall not apply to the case in which the drawer has stipulated that payment must be made in a certain specified currency (stipulation for effective payment in foreign currency)";

Germania: 244 du BGB

Italia: art 1278 del Código Civil;

<sup>620</sup> Bills of Exchange and Notes, and on Cheques

<sup>621</sup> Suiza, Italia, Rumanía, Hungría

<sup>622</sup> Austria, Alemania, Grecia

<sup>623</sup> Req. 11 de julio del 1917, S.1918-1919.1.215;

todos los pagos efectuados en Francia, cualquiera que sea la causa, se habrá de cumplir en moneda francesa...”.

La regla del tipo del día del pago ha sido aplicada en numerosos casos, en particular en el caso de dos entidades de derecho francés, en la cual una debía realizar unos pagos en dólares: “pero visto que los pagos debían efectuarse entre dos entidades francesas, en territorio francés, la sentencia dispone que el reglamento se efectuará mediante el pago de un importe en francos franceses correspondiente a los saldos deudores expresados en dólares, convertidos al cambio de la fecha prevista del pago; entonces el principio es que todos los pagos hechos en Francia, cualquiera que sea la causa, deben ser efectuados en moneda francesa y el cambio considerado debe ser el del dólar del día que el deudor hubiera tenido que pagar”.<sup>624</sup>

Tal principio de elección de la moneda de pago, como también la elección del tipo de conversión es extremadamente difícil para el desarrollo de los Swaps. Hemos visto que un sistema similar se justificaba y parecía justo en un ambiente estable y para unos contratos industriales y comerciales; pero sería peligroso en un ambiente inestable como los de los contratos financieros. Estos contratos financieros tienen como objeto unas divisas y unos tipos de cambio meticulosamente elegidos y calculados que son el objeto mismo del contrato; modificar uno de tales elementos, no es un hecho accesorio como para los contratos comerciales e industriales, y provocaría sólo un desequilibrio de los elementos del contrato; cambiar la divisa de pago y convertirla como un tipo diferente de cambio, quitaría el fin de los Swaps mismos. Un contrato financiero está estipulado para provocar el pago de cierto importe de una cierta divisa, calculada con un preciso tipo de cambio y un preciso tipo de interés, y no para obtener otra cosa.

Las consecuencias de la aplicación de este principio sobre los Swaps serían terribles. Evidenciaremos dos puntos principales: es posible excluir contractualmente el mecanismo de opción y de conversión. Nada indica que la estipulación de esta exclusión deba estar expresa y hay que notar que ninguno de los contratos de Swaps que conocemos dispone de una cláusula similar. Es verdad que los jueces, independientes en la interpretación de los contratos, deberían legítimamente reconocer que los contratos financieros excluyen las posibilidades de opción y conversión: hay que recordar que, en origen, se tenía la idea precedente de que el mecanismo facilitaría que ni el deudor, ni el

---

<sup>624</sup> Req. 17 de febrero del 1937, Clunet 1937, 766; D.H.1937, 234  
ver también: Req. 8 de noviembre del 1922, Clunet 1923, 576, S.1923.1.149; Cass.Civ. 9 de marzo del 1925, D.H.1925, 1329.

acreedor, se encontrasen en la posición de pagar más o recibir menos de lo que se habían planteado. El mecanismo de la opción encontraba su justificación en la predominancia de la moneda nacional y en la preocupación de preservar la equidad. Los riesgos de una aplicación automática del mecanismo son numerosos; y por lo que respecta a los contratos de Swap, habría que tener en cuenta el caso en que una de las partes rechace pagar la divisa extranjera y dejara el puesto a la moneda nacional.

Un segundo caso tendría que ser examinado; aquel en el cual la operación de Swap esté regulada por las divisas “Off-shore”. Cabe decir que la naturaleza de la operación ya no es asimilable a las de las deudas clásicas.<sup>625</sup> El profesor Kleiner, tratando la noción de pago, demuestra que las transacciones de divisas “Off-shore” se diferencian de los pagos clásicos, porque las operaciones clásicas se hacen mediante la moneda “escrita”.

Esta terminología no está clara: tiene en cuenta el hecho de que un crédito está inscrito en la cuenta del cliente de un banco: este crédito es un activo que puede ser cedido del mismo modo que la transferencia de propiedad de mercancía<sup>626</sup>. Las operaciones clásicas tienen la característica de saldarse mediante pagos numéricos. Según el profesor Kleiner, las obligaciones en divisas “Off-shore” están caracterizadas por la exclusión de cualquier tipo de reglamento numerario, algo que lleva al autor a dudar que se pueda hablar entonces de una deuda de dinero en el sentido clásico del término;<sup>627</sup> efectivamente el objeto exclusivo de la obligación en divisas es el de procurar al acreedor un activo en la cuenta bancaria correspondiente del país de la moneda. Los bancos, instituciones internacionales o empresas multinacionales que disponen de activos en divisas “Off-shore”, sostienen que “compran” o “venden” esa u otra divisa. Se trata de un abuso de lenguaje que genera una confusión con las operaciones clásicas. De hecho operan sobre unos créditos<sup>628</sup>, y la entidad que quiera “pagar” una suma a otra lo puede hacer solo mediante un juego sucesivo de deudas y créditos de la propia cuenta en el país correspondiente a la moneda de su acreedor, y le corresponderá acreditando el importe en el país extranjero de la moneda. En el caso de los dólares “los pagos”, o mejor, las operaciones de transferencia de créditos, se hacen

---

<sup>625</sup>Kleiner, B.: *Internationales Devisen-Schuldrecht Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden*, 1986, Zurich, pgs 178 y ss

<sup>626</sup> Kleiner, B.: ob.cit., pgs 178 y ss

<sup>627</sup> Kleiner, B: ob.cit., pgs 178 y ss; Giovaneli, M: ob.cit., pg 297

<sup>628</sup> Referencia al hecho de que nunca ningún "euro-dólar ha salido de Estados Unidos”.

normalmente a través de un sistema de compensaciones: el “Chips” (Clearing House Interbank Payments System).<sup>629</sup>

El profesor Kleiner, evidencia la no-aplicabilidad de los principios tradicionales sobre el lugar y las modalidades de pago<sup>630</sup>, porque estos principios fueron concebidos y elaborados para el pago numérico, y las operaciones en monedas extranjeras quedan excluidas.

Las obligaciones en divisas extranjeras no se pueden asimilar a las deudas de dinero clásicas, y no pertenecen a las deudas en moneda extranjera. La consecuencia es que no se podría exigir la observación de las condiciones eventualmente prescritas en algunos países para la validez de la cláusula de valor efectivo, es decir, para la estipulación que excluye la facultad del deudor de librarse de las obligaciones en moneda local.<sup>631</sup> Esta posición parece confirmada por la primera sentencia que se dispone sobre las características de los depósitos en divisas.<sup>632</sup> El tribunal supremo italiano ha resaltado la especificidad del contrato en depósitos en divisa extranjera respecto a otros tipos de contratos regulados por el derecho interno. Adopta una solución que hace del depósito en divisas un contrato *sui generis* que se acerca al contrato de préstamo. Revela expresamente que el elemento constitutivo del depósito es la custodia, mientras que en el contrato de depósito en divisa es un elemento secundario, y eso excluye cada tipo de asimilación a una de las formas de depósito previstas por el código italiano. El aspecto remuneratorio del contrato es mucho más importante y eso acerca la operación de préstamo, en cuanto permite al banco depositario de disponer de unos fondos con la idea de relanzarlos a un tipo de interés más elevado; sin olvidar que siempre existe una parte de depósito en el contrato. Esta sentencia tiene el mérito de evidenciar el carácter muy particular de las operaciones en divisas y la imposibilidad de clasificarlas en las categorías prevista por los derechos nacionales.

---

<sup>629</sup> Mann, F.A.: ob.cit., pg 195; Mann como Kleiner piensa que las obligaciones en divisas no pueden ser consideradas como unas operaciones monetarias clásicas.

<sup>630</sup> Kleiner, B: ob.cit., pg 178 y ss

<sup>631</sup> Esta proposición se acuerda con la de Mann, F.A. y la proponen otros autores como Radicati di Brozolo, L.: "Alcune riflessioni sulla disciplina dei contratti internazionali: il caso degli eurodepositi", Rivista di diritto internazionale privato e processuale, Padua, 1985, pgs 529-556, mencionado por Giovanelli, M, mencionado p 298, este autor hace consideraciones contrarias a la interpretación tradicional del artículo 1279 del Código Civil Italiano.

<sup>632</sup> Corte di Cassazione italiana (Roma), camere riunite il 10 ottobre 1984, n°5275: Banco Nazionale Credito Varesione S.P.A., vedere analisi di Giovanelli, M.: Revue de Droit des affaires internationales, n°3, 1986, pg 286



La peculiaridad de las operaciones en divisas se basa en el hecho de que se realizan siempre en el país donde la moneda tratada tiene curso legal<sup>633</sup>. Esta es una característica de las divisas y de los sistemas de transferencia; considerando el ejemplo de un banco italiano que debe ingresar dólares en un banco alemán a consecuencia de un contrato de Swap, el procedimiento será el siguiente: los bancos están en contacto continuo con sus corresponsales en el país de la divisa considerada mediante el sistema de cuentas “nuestra”, es decir, las cuentas abiertas de un banco en un banco extranjero en la divisa de ese país, y los “suyos” que son las cuentas en su propia moneda abiertas a nombre de un banco extranjero.<sup>634</sup> Así, el banco italiano que debe entregar dólares, pedirá a su corresponsal en los Estados Unidos el endeudamiento en “nuestra” cuenta – en dólares – que irá a crédito de una cuenta “nuestra” del banco alemán en su corresponsal en los Estados Unidos. La operación queda entonces puramente interna, el lugar del pago es el lugar donde la moneda tiene curso legal. Así, no se pueden aplicar las reglas nacionales, en relación a los pagos en moneda extranjera. Esta es la primera característica y fundamental de las operaciones en divisas.

Las consecuencias son numerosas: las reglas nacionales que dan al deudor o al acreedor una opción de conversión en moneda nacional, no son aplicables; en cambio, si la obligación de pago no ha sido efectuada, la ejecución forzada sobre el patrimonio del deudor puede ser realizada solamente con posterioridad a la conversión en la moneda del deudor, de manera que el principio de la ejecución forzada de las obligaciones monetarias es automático y directo, no es aplicable.

“Por todas estas razones es incorrecto utilizar el término de obligación monetaria en el caso de las obligaciones emitidas en divisas extranjeras. Tal terminología lleva a unas consecuencias que ninguna de las partes podía adelantar y que en este tipo de transacciones se revela completamente absurda. Las obligaciones en divisas son unas obligaciones a realizar con un pago exclusivamente en la moneda establecida, exclusivamente en el centro financiero del país donde la divisa tiene curso legal, solamente al banco correspondiente del beneficiario, eventualmente al mismo beneficiario, según las costumbres locales, generalmente mediante una red de compensaciones local”<sup>635</sup>.

---

<sup>633</sup> Kleiner, B. : ob.cit., pgs 178 y ss

<sup>634</sup> Klein, J., Marois, B.: "Gestion et stratégie financières internationales", Dunod entreprises, 1985, pgs 35-37

<sup>635</sup> Kleiner, B.: ob.cit., pgs 178 y ss

Una sola crítica puede ser formulada refiriéndonos a esta explicación: se refiere al carácter universal y exclusivo que ha querido darle su autor. Según él, la exclusión del reglamento en el sentido numérico, es decir, del importe de dinero, es lo que consideramos la vía clásica, resulta no solamente por las convenciones de las partes, sino que el reglamento sería imposible aplicarlo a causa del volumen y de la naturaleza de las transacciones consideradas.<sup>636</sup> Esta afirmación nos lleva a considerar que todas las obligaciones ligadas a unos contratos financieros internacionales que tienen por objeto unas divisas son de tipo híbrido<sup>637</sup> y deben ser descartadas del campo de aplicación de las reglas nacionales.

Las observaciones son correctas refiriéndose a la mayoría de las transacciones realizadas en el mercado de las divisas, y no se pueden considerar exactas en el caso de los Swaps. Los contrato de Swaps no especifican siempre las condiciones en las cuales deben ser realizados los pagos; además no siempre provocan la transferencia del capital, de manera que los importes a pagar se limitan a unas variaciones de los tipos de cambio y de interés aplicados al capital; se solucionaría así el problema de los importes de las sumas, como lo hacía notar Kleiner, y por fin las partes pueden encontrarse en el mismo país y utilizar sus propias reservas de divisas para realizar estos pagos; estas prácticas se realizan normalmente en el caso de los Swaps, que pueden relacionar dos empresas, sin la intervención de un banco. Todas estas razones comprueban que no hay que excluir la aplicación de las reglas de derecho nacional relativas a los pagos en moneda extranjera, es más, merecen mucha atención. Esta teoría, que tiene nuestra total aprobación; no tiene reconocimiento legal, ni jurisprudencial (excepto en Italia).

Resumiremos estos estudios de la particularidad de la operación de Swaps de divisas recordando que dos tipos de obligaciones se deben diferenciar: las que incluyen unos pagos en divisas, que se escapan de las reglas nacionales, y las que tocan uno de los medios clásicos de pagos, sujetos a las reglas nacionales. La existencia de derecho de opción y de conversión en otras monedas, puede ser eliminada por una cláusula contractual; la ejecución forzada sobre el patrimonio es posible solamente después de la conversión de los primeros. El estudio, la calificación de las obligaciones de los Swaps relativos a los derechos nacionales nos ha permitido concluir que la moneda extranjera debe ser considerada, en estas transacciones como una verdadera y propia moneda y que los Swaps provocan unas obligaciones pecuniarias. Esta conclusión tiene una

---

<sup>636</sup> Kleiner, B.: ob.cit., pgs 178 y ss

<sup>637</sup> Kleiner, B.: ob.cit., pgs 178 y ss

importancia suplementaria y será de ayuda en la calificación de contrato de Swap y su comparación con los principales contratos especiales.

### **3.2.11. El Swap como contrato a duración continua**

Los contratos de Swap son, sin alguna duda, unos contratos a duración continua. No existe ninguna forma de Swap que dé lugar a unas obligaciones susceptible de ser ejecutados mediante una sola prestación. Los Swaps comportan unos pagos que se dividen en el tiempo y suponen la duración del contrato.

En consecuencia, las permutas financieras no suelen originar obligaciones de tracto único, sino sucesivo, que se materializa en las distintas liquidaciones que, mediante compensación, van haciéndose las partes. No se trata de un contrato de duración indefinida, en el que cada prestación puede en cierta medida ser considerada independiente de las demás. El Swap es un contrato único que engloba diversas prestaciones, todas ellas interdependientes entre sí, y cuya duración esta ya prefijada.

Desde el punto de vista teórico, cabe la posibilidad de que las contraprestaciones se hicieran de una sola vez en virtud de fijar un solo plazo de vencimiento. Nos encontraríamos en presencia, por tanto, de un contrato de tracto único. En realidad un contrato de este tipo perdería con ello su principal objetivo, dado que estos contratos se encuentran ligados a operaciones activas y pasivas de vencimientos periódicos. Por eso debemos concluir que, con carácter general, nos encontraremos en presencia de un contrato de duración continuada, que aunque no sea esencial en la caracterización del contrato, es cierto que desde el punto de vista empírico resulta una nota distintiva del mismo.<sup>638</sup>

En consecuencia, la intervención de la noción de tiempo en los contratos de Swap, comporta la aplicación de reglas particulares relativas a los efectos de la nulidad y de la resolución del contrato que permite tener en cuenta de la ejecución que ya ha actuado<sup>639</sup>. Por otro lado, las partes no pueden romper unilateralmente un contrato sucesivo cuya duración está determinada.

---

<sup>638</sup> Vega Vega, J.A.: ob.cit., pg 78

<sup>639</sup> Artz, M.: "La suspension du contrat à exécution successive", Chronique, París, 1979, pgs 95 y ss  
Poisson Drocourt, E.: "Les restitutions entre les parties consécutives à l'annulation d'un contrat", París, D.1983, pg 85

Ghestin, J.: "L'effet rétroactif de la résolution dans les contrats à exécution successive", Mélanges Raynaud, París, 1985, pgs 203 y ss

Chabas, F.: "Les contrats à exécution successive", R.T.D.Civ., París, 1982, pg 419

### 3.3. La calificación del contrato de Swap

Habiendo identificado la definición y las características generales de los Swaps, podemos pasar al objetivo sucesivo, el de la calificación del contrato. En medio de las clasificaciones de contratos ofrecidas por el Código Civil, se encuentra la que diferencia los contratos nominados o atípicos y los contratos innominados o atípicos.

A lo largo de los siguientes párrafos, comenzaremos citando los artículos del Código Civil francés como punto de referencia y de comparación con el Código Civil español, para después pasar a la comparativa con los “contratos de Swap”. Los artículos de Código Civil francés pueden tener “caras distintas” para definir el mismo contrato, como decía Paulo Coelho: “de cada lado que mires te parecerá diferente, aunque sea la misma montaña”.<sup>640</sup>

El artículo 1107 del Código Civil francés dispone: “Los contratos, sean de denominación propia, sean sin dicha denominación, están sujetos a unas reglas generales, que son objeto del presente título.

Las reglas específicas de determinados contratos están establecidas bajo un título relativo a cada uno de ellos; y las reglas particulares a las transacciones comerciales que están establecidas por las leyes del comercio”.

Los contratos nominados son aquellos por los cuales la ley, los reglamentos y las costumbres, han dado un nombre y cuyo régimen se establece por un texto de ley; presentan unos caracteres netamente identificables: venta, depósito... Los contratos innominados son unos acuerdos que no están previstos por ley con una denominación específica. Son unas creaciones de las mismas partes contratantes<sup>641</sup>. La distinción es importante, también si ha sido negada<sup>642</sup>, en la medida donde los textos comportan, por los contratos nominados, de las reglas integrantes, que se aplicarán si las partes no tienen nada previsto. Por otro lado la libertad, de los contrayentes, queda limitada por las normas imperativas, creadas por el legislador para proteger el orden público<sup>643</sup>. Nuestra tentativa de calificación empezará con una comparación entre diferentes tipos de contratos típicos (3.3.1). Para verificar que los Swaps no pueden estar comprendidos

---

<sup>640</sup> Paulo Coelho: *La quinta montaña*, Planeta, Barcelona, 1996

<sup>641</sup> Weill, A. y Terre, F.: ob.cit., n°41, Carbonnier, J. : ob.cit., Ghestin : ob.cit., pgs 278 y ss

<sup>642</sup> Planiol, M.: "Classification synthétique des contrats", Rev. Crit. Lég. Jur.París, 1904, pg 470

<sup>643</sup> Mazeau e Juglart, "Principaux contrats", n°1

en una de estas categorías (3.3.2). Para llegar así, a la que según nosotros, es la única calificación defendible, las del contrato *sui generis* (3.3.3).

### **3.3.1. Diferencias con otros contratos típicos**

Analizaremos en forma sucesiva los diferentes contratos que tienen algún “cable” de unión con los contratos de Swap. El estudio tiene el doble objetivo de buscar si uno de los contratos nominados podría dar el propio régimen jurídico a los Swaps, y eso sería la manera más sencilla (mediante dicha búsqueda) de evidenciar los diferentes aspectos del contrato de Swap, con el fin de completar la definición y la comprensión. Luego analizaremos la prenda (3.3.1.1), el depósito (3.3.1.2), el préstamo (3.3.1.3), la venta condicionada (3.3.1.4), la subrogación (3.3.1.5), la permuta (3.3.1.6), el seguro de cambio (3.3.1.7), el reporto (3.3.1.8), el contrato de suministro (3.3.1.9), los futuros y FRA (3.3.1.10), con la compraventa (3.3.1.11) y con el seguro (3.3.1.12)

#### **3.3.1.1. Comparación con la prenda**

Según el artículo 2072 del Código Civil francés, la prenda es la forma mobiliaria de la garantía; se puede definir como el contrato mediante el cual un deudor repone una cosa a su acreedor para la seguridad de su deuda.<sup>644</sup> Es una seguridad real que consiste en asegurar la garantía del acreedor mediante una cosa, cuyo poseso, o al menos, su detención le viene concedida.

En el Código Civil español, la prenda es un derecho real de garantía mobiliaria, que exige en el régimen del Código Civil el desplazamiento posesorio.

La prenda en su acepción de derecho real puede ser definida, teniendo en cuenta su regulación en el Código Civil, como “un derecho real constituido, para garantía de una obligación, en una cosa ajena, que entra en la posesión del acreedor o de un tercero, y por virtud del cual, el acreedor puede promover a su tiempo la venta de la cosa empeñada para satisfacer con su importe las responsabilidades pecuniarias que nazcan de la obligación garantizada”.<sup>645</sup>

---

<sup>644</sup> Código Civil Francés: art 2071

<sup>645</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 30-4

Seguramente los Swaps se acercarán más a la prenda irregular. La prenda irregular consiste en la entrega de dinero (o de otra cosa fungible), cuando el acreedor no adquiere la obligación de devolver las mismas entregadas, sino otro tanto de la misma especie y calidad.

La cosa objeto de prenda se ha de poner en posesión del acreedor, o de un tercero de común acuerdo. Pero el deudor sigue siendo dueño de ella hasta que no se adjudique a alguien como consecuencia de la ejecución, es decir, de la actuación del derecho de realización del valor (Art. 1863 y 1869).

Los caracteres son: el desplazamiento posesorio, la acesoriedad y la indivisibilidad (Art.1860). El objeto y constitución son todas las cosas muebles que están en el comercio, con tal de que sean susceptibles de posesión (Art. 1864).<sup>646</sup>

La naturaleza mueble del objeto, así como el imprescindible desplazamiento posesorio, son las dos características definitorias del derecho de prenda.

El Swap presenta una cierta analogía con la prenda. Se podría decir<sup>647</sup> que el Swap es un préstamo de dinero garantizado de la prenda numérica, puesto por el deudor al acreedor. Como la prenda, el Swap está concluido por un período definido y limitado en el tiempo. La prenda da el derecho al acreedor de mantener la cosa permitiendo rechazarle la devolución del objeto puesto en prenda hasta el pago completo de la deuda. Es un procedimiento de justicia “privado” que permite presionar al deudor hasta que éste ejecute su obligación. Se puede notar la analogía entre este derecho de retención y la excepción de inejecución, que es uno de los aspectos esenciales del contrato de Swap<sup>648</sup>.

Ahora miramos a las diferencias. El mecanismo descrito funciona únicamente para los Swaps de divisas que permiten la transferencia inicial del capital. El pago de un simple diferencial sobre los tipos de interés o de cambio, no puede ser explicado mediante el préstamo a prenda; al mismo tiempo, los Swaps de divisas que no comportan la transferencia inicial del capital aparecen como una operación desequilibrada o una resolución de una prenda que nunca hubiera sido concedida. En manera más amplia, los Swaps de tipos de interés no están considerados por esta

---

<sup>646</sup> Díez-Picazo L.: Instituciones de Derecho Civil, Vol II, Derecho Reales, Madrid, 1998

Directiva 10/96, de 21 de marzo de 1996 (infra Apendice II, 3 a), pgs 89 y ss

<sup>647</sup> Boulart, P.A, Ortiz, M.: "La nature juridique des opérations de Swap", Les Cahiers de l'IDEF, Banque de France, n°27, pg 90

<sup>648</sup> Comparación entre el derecho de retención y la excepción de no ejecución, así que la compensación: Marty e Raynaud, T.3, 1°vol, n°16; Catala-Franjou N: "Nature juridique du droit de retention", R.T.D.Civ., París, 1967, pg 9

descripción que supone la existencia de un Swap en dos etapas: la remesa de un cierto importe al origen y la devolución de esta suma en un segundo tiempo. Los Swaps de tipos de interés tienen una sola fase, la del pago continuado.

Una segunda acotación revela el carácter artificial de esta calificación.<sup>649</sup> En efecto, en los Swaps de divisas con transferencia inicial del capital, las dos partes tienen unas obligaciones perfectamente simétricas: se puede decir que la operación se analiza como un préstamo a prenda de A y B, pero se podría analizar muy bien como un préstamo a prenda de B a A. Eso significa que la misma obligación podría estar calificada del mismo modo, tanto si se trata de un préstamo como de una prenda.

En la misma dirección se nota que el contrato de prenda es, antes de todo, accesorio:<sup>650</sup> supone la existencia de un crédito que está destinado a garantizar; es decir, es el mismo derecho real de prenda que es accesorio del crédito garantizado. En el Swap, no es posible encontrar una unión de subordinación entre las dos obligaciones recíprocas de las partes; las dos obligaciones están en el mismo plan. Si consideramos que A consiente un préstamo garantizado de una prenda a B, la explicación no es satisfactoria porque la prenda ofrecida a B no es accesoria desde el punto de vista de A; es, al revés, la causa misma de la oferta del préstamo.

Por fin, la prenda crea un derecho real, y eso es incompatible con la naturaleza de la obligación pecuniaria de los Swaps que ya hemos estudiado.

### **3.3.1.2 Comparación con el depósito cruzado**

El depósito es objeto del título XI del libro III del Código Civil francés Art. 1915 hasta 1954. Según el Art. 1915 del Código Civil “El depósito, en general, es un acto mediante el cual se recibe la cosa de otro, al fin de conservarla y devolverla en naturaleza”.

El Código Civil español define como contrato de depósito a aquél por el que dos personas, llamadas depositante (o deponente) y depositario, acuerdan que este se obliga a favor de aquel a guardar una cosa mueble y restituírsela cuando se la pida (CC, Art. 1758 y 1761). Visto lo relativo al concepto de depósito, queda por señalar ahora que las únicas obligaciones que necesariamente han de nacer del depósito son las de guardar y devolver la cosa, las dos a cargo del depositario o si se pacta el pago de una retribución

---

<sup>649</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M., ob.cit., pg 89

<sup>650</sup> Enciclopedia Dalloz, Droit Civil, palabra "gage", n°8, Dalloz, París, 1989

por el depositante, ya que entonces la obligación de pagar es contrapartida de la de custodia.

Junto al depósito regular que acabamos de describir, donde existe la obligación a la devolución de la misma recibida, cuya propiedad no se transmitió, existe el denominado depósito irregular, que es aquél en el que se transmite al depositario la propiedad de la cosa, contrayendo este la obligación de devolver, no lo mismo recibido, sino otro tanto de la misma especie calidad. Se da en depósito una cosa fungible (V. Sentencia de 4 de diciembre 1975, y también las de 21 de febrero 1978, 29 abril 1983, 19 septiembre 1987 y 10 enero 1991).<sup>651</sup>

Así la analogía con los Swaps viene de la idea que podría constituir un conjunto compuesto por dos depósitos, cruzados y siendo la causa recíproca el uno del otro. Una parte acepta depositar un número de “divisas” a la otra parte a condición de que ella obtenga el mismo importe, es decir, un equivalente en otra divisa a la primera parte<sup>652</sup>. Por el hecho de que se refieran a un número, es decir, divisas, son entonces bienes utilizables, por lo tanto estos depósitos serán calificados como depósitos irregulares<sup>653</sup>; De manera que el depositario vuelve a ser titular de la cosa que tiene el derecho de utilizar durante el depósito. Además, las disposiciones contractuales pueden dar una duración determinada al contrato como en el caso de los Swaps, impidiendo al depositante reclamar la devolución inmediata de sus fondos durante este periodo. En fin, la unión de casualidad entre dos contrayentes da la seguridad buscada en la transacción: si una de las partes no devuelve el depósito, la otra parte tendrá el derecho de retener la cosa depositada. Esta interpretación encuentra muchas críticas.

Nos enfrentamos con el instituto jurídico del depósito solo en el caso en que la entrega de la cosa ha sido efectuada con el fin de conservarla. Si la entrega tuviera otro fin, ya no se trataría de un depósito, sino de otro contrato, aunque quien ha recibido la cosa ha sido obligado a devolverla en las mismas condiciones<sup>654</sup>. Es evidente que en el caso de los Swaps, la obtención del importe de dinero y de su reembolso son las únicas

---

<sup>651</sup> Albadalejo, M.: “Derecho Civil II”, Derecho de obligaciones, Madrid, 2004, pgs 78 y ss

<sup>652</sup> Boulart, P. A., Ortiz, M.: ob.cit., pgs 89 y ss

<sup>653</sup> Enciclopedia Dalloz, Droit Civil, palabra “deposito”, Dalloz, París, 1989

<sup>654</sup> Enciclopedia Dalloz: ob.cit. Si la obligación de prenda es solamente una consecuencia, es decir, a título secundario, en el conjunto de las obligaciones que un contrayente asume respecto a la cosa que le han repuesto, el contrato no es un depósito: Limoges, 16 de enero del 1939, D.H.1939.205; Carbonnier, J., nota R.T.D.Civ., París 1948, pg 227



obligaciones que interesan a las partes y que justifican el contrato, como consecuencia el primer criterio del depósito no está satisfecho.<sup>655</sup>

Se puede añadir que el régimen jurídico del depósito que creíamos poder acercar a lo de los Swaps no es el mismo. La doctrina y la jurisprudencia han dado una respuesta clara en relación a la cuestión que explica si el depósito de sumas de dinero es un depósito propiamente dicho o es un depósito irregular.<sup>656</sup> Así el principio del artículo 1930 del Código Civil francés según el cual el depositario no debe utilizar la cosa que le ha sido confiada, debería aplicarse, al mismo modo que el principio de la devolución de la cosa al instante exigido por el depositante. Estos principios aún podrían tener vida por unas disposiciones contractuales; ahora, ningún contrato de Swap prevé estas cláusulas, y si este fuera el caso, nos podríamos preguntar si el depósito no fuera completamente desnaturalizado en provecho de otro contrato, como el préstamo.<sup>657</sup>

En relación a la cuestión de los frutos y de los intereses de la cosa, diremos que el principio es que el depositario no debe sacar ninguna ventaja del depósito a excepción de la remuneración que tendrá estipulada o de la remuneración que podrá recibir. Según el Art. 1936 del Código Civil francés: “si la cosa depositada ha producido unos frutos que habrían sido percibidos por el depositante, el depositante estaría obligado a devolverlos”. Ahora, las partes de un Swap que operan una transferencia inicial de divisas tienen necesidad inmediata de estas divisas para realizar una inversión o un posicionamiento; si esto no fuera el caso, habrían ignorado la transferencia inicial; es obvio que cada parte realizará unos beneficios con la utilización de las divisas depositadas; el Art. 1936 creó el riesgo de ver una de las partes reivindicar unos beneficios realizados por la otra sobre las divisas que ésta le dió.

Por fin los intereses madurados sobre los importes del capital confiado, no se podrían justificar en el caso de un depósito. Se podría asimilar a un salario ingresado al depositario. Pero el salario sería así el reflejo de la evolución de los tipos del mercado

---

<sup>655</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pg 90

<sup>656</sup> Enciclopedia Dalloz:, ob.cit., n°167; D.P.1903.2.194; para el depósito irregular: Baudry-Lacantinerie e Wal, n°1092; contra: Boistel, nota D.P.1893.2.49, D.P. 1903.2.194; Trib.com.seine, 25 de mayo del 1925,D.H.1925,442; Besançon, 5 de mayo del 1943, D.1945.38, nota di Voirin.

<sup>657</sup> De Juglart, M.: "Es muy complicado diferenciar el depósito irregular del mutuum, en cuanto en uno y en el otro contrato, la cosa repuesta cambia de propiedad de quien la que la recibe, y puede utilizarla y esta tenido a devolver una cosa paralela. La cuestión se pone por ejemplo, para las sumas repuestas a un banco de los clientes. Solamente el fin perseguido permite hacer una diferencia: cuando las partes han querido descargar el que entrega la cosa de la obligación de controlarla, se trata de un depósito. Se trata de un mutuum cuando el fin del contrato es hacer un servicio al que recibe la cosa. La dilación de la devolución hace presumir que la entrega ha sido hecha en el interés de quien reciba la cosa; al contrario, se presume que el contrato, aunque el banquero obtenga una ventaja de la operación, es un depósito si el acreedor puede reclamar el dinero cuando quiere”.

de capitales y no la remuneración del servicio de custodia cumplido por el contrayente.<sup>658</sup> En el espíritu de los Swaps, los tipos de interés son muy importantes, pero la teoría de los depósitos cruzados, no permite evidenciarlos.

### 3.3.1.3. Comparación con el préstamo

El Derecho Romano trató separadamente de los contratos de mutuo y comodato, sin comprenderlos en una denominación común. Pero las partidas y después los Códigos modernos, los han agrupados bajo una figura unitaria y ha surgido así el contrato de préstamo.

Doctrinalmente, se puede definir como “aquél contrato por el cual una persona (llamada prestamista) entrega una cosa a otra (llamada prestatario), para que se sirva de ella, obligándose esta última a restituir dicha cosa después de haberla utilizado”.<sup>659</sup>

El Código Civil español lo define yuxtaponiendo los dos conceptos, al decirnos que por “el contrato de préstamo, una de las partes entrega a otra o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo. El comodato es esencialmente gratuito. El simple préstamo puede ser gratuito o con pacto de pagar interés” (artículo 1740).

El título X del libro II del Código Civil francés en los artículos 1874 y siguientes, diferencia dos tipos de préstamos: el préstamo por el uso (*commodatum*) y el préstamo para el consumo (*mutuum*); el préstamo con intereses es simplemente una variante del préstamo para el consumo. El *mutuum* es el contrato mediante el cual una persona, se obliga a devolver a la otra, una cosa similar a la cosa funcional que le ha sido concedida para el uso.<sup>660</sup> El artículo 1905 del Código Civil francés da validez a un préstamo con intereses, pero estipula expresamente la cláusula para el ingreso de los intereses.

La doctrina tradicional española ha considerado al contrato de préstamo como un contrato real, que se perfecciona por la entrega de la cosa que constituye su objeto.

---

<sup>658</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pgs 90 y ss

<sup>659</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

<sup>660</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pg 90

Modernamente se ha iniciado una corriente favorable a la configuración del préstamo como un contrato consensual. Así se ha dicho que si bien es cierto que el Código Civil al regular este contrato parte de una unidad cronológica entre la celebración y la entrega de la cosa, ello no impide que las partes, en base al principio de autonomía de la voluntad que consagra el artículo 1255 del Código Civil, puedan convenir que la cosa objeto del contrato sea entregada más tarde.

Los defensores del carácter real de este contrato han contra argumentado diciendo que en este supuesto no se está en presencia de un verdadero contrato de préstamo, sino de un precontrato de préstamo. Por su parte Díez Picazo dice que es claro que los contratos de préstamo, configurados como contratos reales en el Código Civil por virtud de la inercia de una tradición histórica, pueden ser configurados también como contratos consensuales y que, configurados como consensuales, tales contratos, quedan con la emisión del consentimiento perfectos, de manera que las entregas posteriores son actos de ejecución y no perfección, sin que pueda ni deba hablarse de un simple precontrato de préstamo que diera lugar con la entrega a un nuevo contrato de esa naturaleza. Lo que ocurre es que toda la fase consensual que precede a la entrega constituye una auténtica laguna legal, por encontrarse huérfana de reglamentación.<sup>661</sup>

El Tribunal Supremo ha venido manteniendo que el contrato de préstamo tal y como el Código Civil es un contrato real y así ha afirmado que este contrato no nace por el mero consentimiento sino que se perfecciona por la recepción de la cosa, de forma que sin esta no existe contrato de préstamo (Sentencia de 27 de octubre de 1994)

El Código Civil contiene sólo dos disposiciones respecto al mutuo con interés, “no se deberán intereses sino cuando expresamente se hubiesen pactado” (artículo 1755). No establece el C.Civil limitaciones y permite el anatocismo o intereses (artículos 1255 y 1109 del C.Civil), “El prestatario que ha pagado intereses sin estar estipulados, no puede aplicarlos ni imputarlos al capital” (artículo 1756). La Ley 535 de la Compilación Navarra establece que “en el préstamo de dinero se puede estipular intereses dentro de los límites lícitos; si no se determina la cuantía de los intereses, sólo se devengarán los legales; y a falta de estipulación de intereses, se devengarán los legales desde que el deudor se haya constituido en mora”.<sup>662</sup>

---

<sup>661</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

<sup>662</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

Aunque no se hayan pactado intereses, se presume que el futuro devenga el interés legal, según la Ley 536, desde el momento del acuerdo según el cual las partes determinaron que no se entregase materialmente la cosa mutada, sino que lo que la una debía a la otra, lo siguiese teniendo aquella en concepto de préstamo.<sup>663</sup>

El préstamo con intereses permite acercarnos de nuevo al contrato de Swap. La idea es que el Swap esté constituido por dos préstamos con intereses cruzados<sup>664</sup>. En la primera fase del Swap, las dos partes se acuerdan para los préstamos emitidos en euro o en otras divisas; los préstamos son el uno la causa del otro y constituyen un conjunto contractual único. Sucesivamente, se procede al reembolso de los préstamos iniciales; por el hecho de que los préstamos eran la causa uno del otro, el no reembolso de una de las partes permite a la otra no cumplir su obligación de reembolso. Los dos préstamos están remunerados a un tipo correspondiente al mercado sobre el cual hayan sido tratados. De esta manera las condiciones del Swap están todas verificadas sea sobre la transferencia del capital como sobre el pago de los intereses.

Esta visión parece confirmada por la utilización de la terminología oficial de “préstamo cruzado” para definir los Swaps. En Francia la sentencia del Ministerio de Hacienda de 29 de noviembre de 1973 aprobó la primera lista de terminología económica y financiera y dio forma institucional al préstamo cruzado.<sup>665</sup> Además las circulares<sup>666</sup> relativas a la base de textos ministeriales de la Dirección General de Servicios Extranjeros, clasifican los Swaps en la categoría de préstamos de euro a los no residentes.

Estas definiciones y clasificaciones, aunque no estén más cercanas a la realidad económica del Swap, tienen unas consecuencias jurídicas que no se adaptan bien a las características del producto. En primer lugar, el tratamiento contable de los préstamos es muy diferente del que se utiliza para los Swaps. Los Swaps se encuentran entonces sujetos a una eventual reclasificación que no es indiferente<sup>667</sup>. Los Swaps han sido inventados para compensar inconvenientes contables y fiscales de los préstamos paralelos y de los préstamos adosados. Considerarlos como unos préstamos cruzados repone todo en causa y niega su principal justificación.

---

<sup>663</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

<sup>664</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pg 91

<sup>665</sup> J.O. del 3 gennaio 1974, mencionado por Boulart P.A., Otiz M.

<sup>666</sup> Service de la réglementation des Changes: lettre n°200 AF, de 21 de enero del 1974; lettera AF de 26 de agosto del 1982

<sup>667</sup> Meyrier, F.: ob.cit., pgs 23 y ss

Es más, a los préstamos cruzados se aplicaría la reglamentación sobre la usura (en el caso francés es la ley de 28 de diciembre de 1966), además, considerar los Swaps como unos préstamos tendría también el efecto de comprenderlos por ejemplo en la categoría del Art. 10 de la ley bancaria francesa nº 84-46 de 24 de enero de 1984.” Queda prohibido a todas las personas ajenas a un instituto de crédito, efectuar operaciones de banco de manera habitual. Queda prohibido además, a todas las empresas diferentes de los institutos de crédito, recibir del público unos fondos a vista o a menos de 2 años de plazo. Una tal interdicción sería un hándicap importante al desarrollo de los Swaps que se concluyen también entre empresas sin la intervención de un banco. La deroga del artículo 12.3 atenúa el efecto negativo reconociendo la validez de las operaciones de tesorería en seno a los grupos.<sup>668</sup>

A estas críticas fundamentales se añade otra: que los préstamos cruzados, con unos depósitos cruzados o unos préstamos a prenda, son contratos reales. Eso significa que producen totalmente sus efectos solamente después de haberse perfeccionado con la entrega de la cosa que representa el objeto. Esta calidad tiene consecuencias extremadamente importantes en lo que respecta a la asunción de riesgos. Por ejemplo en el caso de los préstamos: el Art. 1893 del Código Civil Francés. Al momento de la entrega; la parte que recibe la cosa soporta la pérdida, también si esta surge por caso fortuito o fuerza mayor; hemos visto que tal situación es totalmente incompatible con la práctica de los Swaps utilizada por los cambistas. No puede existir un espacio de tiempo entre la conclusión del contrato y su puesta en acto. Además, los contratos reales ofrecen numerosas posibilidades de anulación o de retiro del contrato, y eso no es deseable.

#### **3.3.1.4. Comparación con la venta condicionada**

La venta condicionada es una venta compuesta por una cláusula a plazo mediante la cual el vendedor se reserva el derecho de recoger la cosa vendida devolviendo al comprador el precio y los gastos a una fecha establecida. El Art. 1659 del Código Civil francés precisa que se trata de un precio estipulado en el contrato inicial de venta.

En el derecho español, el Código Civil (artículos 609 y 1095), la entrega de la cosa, que en sí es un desplazamiento de la posesión, unida a los demás requisitos de la

---

<sup>668</sup> Gavalda, C., Stoufflet, J.: "La loi bancaire du 24 janvier 1984", J.C.P. ed CI, París, 1984-14379

tradición produce el efecto de transmitir al adquirente la propiedad de la cosa entregada. Ahora bien, en aplicación del principio de libertad de pacto sancionado por el artículo 1255 del C. Civil, las partes puede suprimir ese efecto de la tradición mediante el llamado pacto de reserva de dominio (*pactul reservati dominii*), que se celebre con la finalidad de garantía del pago del precio, reservándose el vendedor la propiedad de la cosa vendida hasta el íntegro pago de aquél.

Tal pacto, que no está previsto, ni regulado en el Código Civil, es admitido sin discusión por la doctrina y la jurisprudencia del Tribunal Supremo. Es aplicable tanto a la venta de bienes inmuebles como bienes muebles.

Los efectos son que el vendedor, que sigue siendo propietario, no podrá transmitir la propiedad de la cosa a terceros, mientras el comprador esté dando cumplimiento a la obligación de pago aplazado.

Una vez pagado el precio el comprador adquiere definitivamente el dominio de la cosa vendida con efecto retroactivo (Sentencia de 12 de marzo de 1993).

El pacto de reserva de dominio recibe su reconocimiento legal en la Ley de 17 de julio de 1965, de Venta a Plazos de Bienes Muebles, hoy derogada y sustituida por la Ley 20/1998, de 13 de julio, también denominada de Venta a Plazo de Bienes Muebles.

Tal Ley no es aplicable a la venta a plazo de todos los bienes muebles, sino de los bienes muebles corporales no “consumibles e identificables” (artículo 1º)

El Tribunal Supremo ha declarado que en las ventas regidas por la Ley de 17 de junio de 1965, el vendedor no transmite al comprador el dominio de la cosa vendida hasta que se pague por completo el precio convenido, actuando la reserva de dominio a modo de condición suspensiva de la adquisición por el comprador del pleno dominio de la cosa comprada (Sentencia de 12 de julio de 1996).<sup>669</sup>

La operación se acerca a los Swaps<sup>670</sup> en cuanto a que se desenvuelve en dos tiempos: en primer lugar una de las partes vende a la otra, las divisas sobre las cuales están hechos los Swaps. La propiedad queda transferida en el momento de la conclusión del contrato, eso evita las incertidumbres legales de los contratos reales. En el instante de la ejecución, los importes reales serán devueltos, pero hasta aquel momento las partes conservan la propiedad de las divisas en juego, y eso da una garantía.

---

<sup>669</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

<sup>670</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pgs 90 y ss

Las críticas que se pueden hacer a este tipo de garantía son varias. En primer lugar, el artículo 1660 del Código Civil francés impone unas condiciones sobre el término: “La facultad de readquisición no puede ser estipulada por un plazo que excede los cinco años. Si fuera estipulada entre las partes por un plazo más largo, el plazo quedaría en cinco años.” El problema es que los Swaps son operaciones que pueden durar incluso diez años y entonces no se podrían adaptar a esta interdicción imperativa de cinco años.

Además la venta condicionada depende siempre de una de las partes que se encuentran con un derecho, pero no con una obligación<sup>671</sup>. Esta característica es muy diferente y poco adaptable al espíritu de los Swaps que sin embargo imponen la devolución de los importes inicialmente transferidos. Luego, solo la parte sobre la cual recae el encargo de las condiciones puede ser la causa del desarrollo de la operación, y eso crea una situación de incompatibilidad con los Swaps. Por fin la venta condicionada comporta una resolución del contrato, es decir, una anulación del contrato, con efecto retroactivo al momento inicial de la venta. El vendedor después del ejercicio de la condición, está considerado como si hubiese sido propietario durante toda la duración que transcurre entre la venta y el ejercicio de la condición. Eso implica la consecuencia de llevar a la devolución de los frutos producidos por la cosa vendida, y nos enfrentamos con la situación anteriormente criticada, en el caso del depósito.

En fin, nos preguntamos si referirse al contrato de venta es correcto. La conclusión a la cual hemos llegado es que, aunque a primera vista pueda parecer aceptable para los Swaps de divisas en euro, no debería serlo si se tratara de Swaps que tienen como objeto dos divisas extranjeras.

Estas diferentes suposiciones son todas insatisfactorias por distintas razones que hemos ilustrado, pero en el conjunto dos grandes puntos críticos pueden ser identificados.

Todas tienen como estrategia el desmembramiento de los Swaps, y tienen una lógica común que considera una operación de Swap particular y de ahí intentan dar una calificación sencilla. Esta técnica se esfuerza en reclasificar los Swaps en diferentes categorías de contratos, pero nos parece peligrosa, en cuanto a que repone en causa la unidad de concepto, tanto económica como jurídica, que está en la base de la formación de los Swaps, y deja en el olvido los elementos fundamentales de la intención de las partes, presentes en todos los Swaps, pero que aparecen de forma menos clara cuando se

---

<sup>671</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pgs 89 y ss

considera solo una forma en particular de Swap; el riesgo de llegar a considerar diferentes regímenes jurídicos para explicar un mismo producto, no es seguramente una vía sencilla y tiene la desventaja de ofuscar la idea global en cuanto, cada tipo y forma, tienen sus regímenes particulares, autónomos e independientes.

Así las propuestas de clasificación mencionadas, se refieren solamente a los Swaps de divisas que tiene una doble transferencia del capital: el inicial y el final. Además haría falta distinguir ulteriormente los Swaps que son un “cross” con el euro<sup>672</sup> y todos los demás.<sup>673</sup> Por consiguiente tendríamos que dar diferentes clasificaciones o calificaciones para los Swaps de divisas que no tienen la transferencia inicial del capital, luego los que no tienen ninguna transferencia tampoco sucesiva, para los Swaps sobre tipos de interés, para los Swaps combinados y para los híbridos...

Una segunda crítica mira a la naturaleza de los derechos creados por contratos especiales: “cada uno de ellos tiene un efecto importante sobre las divisas objeto del Swap, la transferencia de la propiedad de estas”<sup>674</sup>, es decir, crean unos derechos reales. Sin embargo el análisis muestra que los Swaps crean unas obligaciones pecuniarias y, en consecuencia, unos derechos personales o se concretizan mediante unas operaciones en divisas que no se integran en tales clasificaciones.

### **3.3.1.5. Comparación con la subrogación**

Aunque no sean un contrato en el Código Civil, nos parece interesante comparar los Swaps con la figura jurídica de la doble subrogación personal recíproca.<sup>675</sup> Vamos a ilustrar la comparación considerando los Swaps sobre tipos de interés, donde la analogía es mayor.

En general, la subrogación es la sustitución de una cosa o de una persona con otra cosa u otra persona;<sup>676</sup> así se puede diferenciar la subrogación real con la personal. Esta última, tal y como interpreta y utiliza el Código Civil francés,<sup>677</sup> considera los casos de sustitución de una persona por lo que pertenece a los derechos sobre créditos de los cuales otra persona era titular, y tiene como consecuencia el pago que efectúa la

---

<sup>672</sup> Técnicamente se habla de “Cross Euro”, cuando una de las dos divisas tratadas es el Euro.

<sup>673</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pgs 89 y ss

<sup>674</sup> Boulart, P.A., Ortiz, M.: ob.cit., pgs 89 y ss

<sup>675</sup> Oppetit, B.: intervención a la charla de “les risques de change dans les contrats internationaux”, organizada por la C.C.I 2 y 3 de octubre del 1986, París.

<sup>676</sup> Enciclopedia Dalloz: Derecho Civil, palabra “subrogation”, n°1, Dalloz, París, 1989.

<sup>677</sup> Artículos 1250 y siguientes del código civil francés



primera persona a la otra; la utilidad de esta técnica es notable para el deudor que puede permitir que su deuda sea pagada por un tercero, y por el acreedor que obtiene el pago de su crédito en términos satisfactorios.<sup>678</sup>

En la legislación española no existe la figura del contrato de subrogación, la subrogación personal, se podría definir como el acto, o proceso jurídico, de modificar las condiciones de un contrato para sustituir a una persona (física o jurídica) por otra en el ejercicio de un derecho o el cumplimiento de una obligación existente en dicho contrato. Por ejemplo, la subrogación en un préstamo hipotecario, supone el cambio de la entidad financiera ante la cual asume la obligación de pago el prestatario.

La subrogación es un término empleado en el acervo jurídico relacionado con la delegación o reemplazo de obligaciones por parte de tribunales hacia otros. Se trata de un negocio jurídico mediante el cual una persona sustituye a otra en una obligación. Por lo tanto, la subrogación puede darse en cualquiera de las posiciones de una obligación: posición deudora o acreedora.

La subrogación de acuerdo al Art. 111 de la Ley sobre el Contrato de Seguros se apeg a lo estipulado en el contrato sin importar si es en caso de seguro algo fortuito.

En la subrogación en la posición del acreedor, se hace mediante un negocio jurídico, inter vivos o mortis causa, donde una persona adquiere la posición que se ha subrogado en la posición de acreedor.

En la subrogación de la posición del deudor, dado que el deudor es el obligado al cumplimiento, es necesaria la autorización del acreedor para una subrogación, en cuanto puede ocurrir que el nuevo deudor no tenga tantos bienes o esté suficientemente capacitado para cumplir la obligación. No es necesaria dicha autorización en caso de muerte del deudor, si la subrogación es por herencia.

Existe también la posibilidad que una persona puede subrogarse en una posición contractual. En ese caso estaría asumiendo, a la vez, las posiciones deudora y acreedor, según cada cual, de todas las obligaciones que nacen de dicho contrato y que sean aplicables a su recién adquirida posición en el contrato.

En España, en el caso de la hipoteca, la subrogación es el proceso jurídico que permite de cambiar la hipoteca a otra entidad financiera (subrogación de acreedor,

---

<sup>678</sup> Sobre este principio se ha desarrollado el Factoring: El factor compra unos créditos de algunas empresas y los encaja en su propia cuenta, asumiéndose los riesgos; para evitar las formalidades de la cesión del crédito las partes recurren a la subrogación: Gavalda, C., Stoufflet, J.: "Le contrat dit de factoring", J.C.P. 1966.I.2044. París, 1966; Gavalda, C.: "Le factoring", Revue de Banque, París, 1969, pgs 502 y ss

subrogación de entidad o subrogación “a secas”) o trasladar la hipoteca de un deudor a otro deudor, al que se le vende la vivienda (subrogación de deudor). Este tipo de subrogación se realiza cuando el mercado ha cambiado y se quiere mejorar las condiciones de la hipoteca actual, por ejemplo para aprovechar una bajada de tipos de interés y el banco en el que se tiene la hipoteca no permite una modificación para ajustar el préstamo a las condiciones de mercado. Por ejemplo, modificar el tipo de interés, el plan de amortización, modificar las comisiones, pero no permite ampliaciones de capital o agregar titulares adicionales.

Los Swaps se parecen a este instituto en cuanto a que se basan sobre el endeudamiento de las dos partes; de hecho en el caso de los Swaps de tipos de interés, por ejemplo, una de las partes se endeuda a tipo variable, la otra a tipo fijo. Pero las partes no quieren rembolsar la deuda que han estipulado, sino lo estipulado por la otra parte. Durante toda la duración del Swap, se obligan a pagar la deuda de la otra. A causa de este pago, se encuentran subrogadas en los derechos del acreedor de la otra parte por un importe equivalente a lo que han pagado. En este sentido se puede hablar de doble subrogación personal recíproca. La subrogación en los derechos del acreedor ofrece la garantía necesaria en caso de impago, para recuperar lo que ha sido ingresado.

Esta explicación se encuentra en contraste con muchos fenómenos. Se trata solamente de una explicación parcial; se puede aplicar solamente a los Swaps de tipos de interés que tienen por objeto unas pasividades financieras. De hecho, los Swaps de tipos de interés que tienen por objeto unos activos financieros, no son aplicables a esta interpretación; las partes son unos acreedores que transfieren sus ganancias; es decir, es el inverso de la subrogación. Del mismo modo los Swaps de divisas no están todos considerados en esta explicación: solamente la segunda fase de los Swaps de divisas puede ser explicada por la subrogación; el pago inicial no tiene justificación; nos preguntamos qué tipo de calificación jurídica hay que darles. ¿Solamente los Swaps sin transferencia inicial de capital o sin alguna transferencia del capital pueden entrar en el ámbito de la subrogación?

Si se considerara el mecanismo de la subrogación, la propuesta resulta incoherente. Dos soluciones se pueden presentar: la subrogación consentida por el acreedor, y la consentida por el deudor. Si fuera consentida por el acreedor, el subrogante debe pagar directamente al acreedor que se sustituirá en los derechos y no se llega a entender, porque el Swap obliga a realizar pagos entre el acreedor subrogante y el deudor; además, esta solución es poco probable; el “acreedor” no es único y

determinado; y por otro lado, los Swaps están a menudo contruidos por unos endeudamientos sobre los mercados en divisas y no se puede hablar de subrogación consentida por el acreedor en estas condiciones. Estamos obligados a reconocer que la única solución que respecta a las negociaciones es la consentida por el deudor. Esta se encuentra sujeta a unas reglas muy precisas. El Art. 1250-2° del Código Civil francés dispone: “es necesario, para que esta subrogación sea válida que el acto de préstamo haya sido constituido mediante acto público notarial; que en el acto de préstamo sea declarada la suma que ha sido prestada por el pago y ponga la declaración de que el pago ha sido efectuado por el nuevo acreedor. Esta subrogación se estipula sin el concurso de la voluntad del acreedor”.

Estas reglas son incompatibles con los Swaps por dos motivos: 1) Por el formalismo que tienen que respetar; 2) Por el hecho de que suponen que la suma ingresada por el subrogante al deudor es un préstamo, y hemos visto cuales son las consecuencias prejudiciales que podría tener tal calificación.<sup>679</sup>

Pero, ¿Cuál es el interés que nos lleva a considerar la teoría de la subrogación? En relación a los pagos, se trata de un instituto que no aporta nada de importante. La subrogación tiene el solo interés de trasladar unos derechos por los cuales el acreedor subrogado era titular<sup>680</sup>. Eso significa que cuando los pagos están realizados, cada parte se encuentra acreedora por el importe de la deuda a al cual esta última estaba inicialmente sujeta. Esta situación, es la única particularidad creada por la subrogación que aparece bastante delicada. De hecho, una parte que sería muy penalizada por un cambio del mercado de los tipos de interés y que hubiera pagado más de lo que pensaba, podría utilizar este derecho de crédito para obligar la otra parte a reembolsarle. La consecuencia sería evidentemente que la otra parte exigiera también el reembolso de su crédito para reducir los efectos de esta decisión. Así las dos partes habrían pagado, de hecho, los gastos de endeudamiento que tuvieran inicialmente. Se puede notar que, a parte los Swaps de arbitraje donde las partes tienen beneficios, los Swaps de cobertura y de especulación implican un ganador y un perdedor; la consecuencia sería que el perdedor podría utilizar todos los argumentos que le permitieran evitar las

---

<sup>679</sup> Ver la comparación hecha en precedencia con los prestitos cruzados.

<sup>680</sup> Enciclopedia Dalloz, palabra "subrogación", Dalloz, París, 1989. La subrogación sería tradadora de derechos, mientras que el siempre pago les extinguiría, entonces una subrogación que suponen el pago sería una excepción al principio de la extinción de los derechos: Mestre, J.: "La subrogación personal", tesi L.G.D.J. 1979; Cass.Civ 9 dicembre 1863, D.1964.I.99; Cass.soc 25 aprile 1984, R.T.D.Civ., París 1985, pg 383, anotación Mestre.

consecuencias de los Swaps y la subrogación permitiría así reponer en causa muchos contratos de Swaps.

Estas numerosas propuestas de calificación no son satisfactorias. Los Swaps no se pueden comprender en ninguna de estas categorías, sea a causa de la naturaleza de sus motivaciones y de su fin, sea porque el régimen jurídico derivado de la calificación es incompatible con el principio económico de los Swaps.

Hay que añadir que estas propuestas de calificación han sido casi todas rechazadas por la doctrina y ya no son objeto de duda al día de hoy.

### **3.3.1.6. Comparación con la permuta y permuta comercial (Barter)**

La permuta se define en España como el contrato mediante el cual cada uno de los contratantes se obliga a dar una cosa para recibir otra (artículo 1538 del Código Civil), o el contrato por el que se transmite la propiedad u otro derecho a cambio de una transmisión equivalente (artículo 1552 del Código Civil italiano).<sup>681</sup> La analogía fundamental con la compraventa radica en ser ambas figuras modalidades del mismo fenómeno del intercambio de bienes. La diferencia fundamental con la compraventa es que no existe precio en dinero y, por lo tanto, no pueden distinguirse las respectivas posiciones del comprador y vendedor.<sup>682</sup>

Siguiendo el texto legal vigente se comprueba claramente que la permuta se concibe como un contrato de cambio, como la compraventa.<sup>683</sup> La primera cuestión planteada es la interpretación del concepto de cosa. Seguramente los antecedentes partieron de un concepto material y ésta parece ser la orientación del Código Civil. En la doctrina española no surgieron problemas especiales, hasta que Albaladejo introdujo la discusión sobre si el objeto del contrato era la cosa o los derechos sobre la misma.<sup>684</sup>

---

<sup>681</sup> Bianca, M.: *La permuta*, en *Trattato di Diritto Civile*, vol VII, 1, 2a ed. Cedam, Padua, 1993, pgs 1136-1155, y Cottino, G.: "Del riporto. Della permuta", en *Commentario Scialoja e Branca*, Bolonia-Roma, 1970, pgs 93-132

<sup>682</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 50-11

<sup>683</sup> De acuerdo con la clasificación de los negocios jurídicos llevada a cabo en De Castro y Bravo, F. *El negocio Jurídico*, Ed.Civitas, Madrid, 1985, pgs 50 y 51, en las tres categorías siguientes: negocios con una trascendencia general, de intercambio y de disposición.

<sup>684</sup> Albaladejo, M.: *Derecho Civil*, Tomo II, Derecho de las Obligaciones, Volumen II, Los contratos en particular y las obligaciones no contractuales, Librería Bosch, Barcelona, 1977, pg 93 define la permuta como: "Contrato por el que cada uno de los contratantes se obliga a transmitir a el".

Melón Infante, F.: "El contrato de permuta en el Código Civil", *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1961, pg 707 siguiendo a la doctrina alemana, extiende el concepto de permuta a los derechos inmateriales.

Siguiendo la doctrina italiana, los autores españoles entienden que el concepto de cosa se emplea en un sentido amplio, como sinónimo de bien jurídico, incluyendo a los derechos. Sin embargo el Tribunal Supremo ha partido de un concepto de cosa mucho más restringido, especialmente con relación a la *res speratae*. El *Corpus Iuris Civilis* la consideró un contrato real del tipo “do ut des”. Para los juristas romanos, resultó un motivo de discusión la distinción entre compraventa, definida como un contrato consensual y la permuta.<sup>685</sup> Actualmente en derecho español la diferencia entre ambos contratos se basa en los rasgos siguientes:<sup>686</sup>

- La falta de un precio determinado en dinero
- El objeto de las prestaciones que recen entre las partes, ya que en la permuta se obligan a transmitir el dominio y en la compraventa el vendedor solo se obliga a transmitir la posesión. Sin perjuicio del Art. 609 del Código Civil y de que el contrato se considere consensual.
- La asunción por ambas partes de la responsabilidad por evicción y por vicios redhibitorios
- Como regla general, los gastos se sufragan por los contratantes en la parte que les corresponde y no solo por uno de ellos.

Como se nota, la distinción es en la falta de un precio en el caso de la permuta. El resto de las diferencias son consecuencia de contraprestación pecuniaria o producto de los antecedentes históricos.<sup>687</sup> Ya que el objeto de las prestaciones en el Swap son sumas pecuniarias, parece que la substitución en la permuta queda excluida.

Se puede aducir que el Swap se dirige al intercambio de derechos de crédito. Entonces las sumas monetarias intercambiadas no serían el objeto del contrato, sino los derechos de crédito que incorporan la facultad de exigir los pagos recíprocos en que se resuelve el cumplimiento del contrato.

La escasa regulación jurídica de la permuta, además inaplicable a los Swaps al limitarse al riesgo de evicción y a especialidades de la resolución del contrato,

---

<sup>685</sup> Castan Tobeñas, J.: *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo IV, Derecho de las Obligaciones, revisado por Ferrandis Vilella, J.: “Derecho civil Español, común y foral. Tomo IV, Derecho de obligaciones: las particulares relaciones obligatorias”, Reus, Madrid, 1985, pg 203

<sup>686</sup> Clasificación de Rossel i Piedrafita, C.: *Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap*, Barcelona, 1999.

<sup>687</sup> Según Navarro Perez, J.L.: *La Compraventa Civil*, Ed. Comares, Granada, 1993, pg 83, que la codificación francesa admite la rescisión por lesión en el caso de la permuta, a diferencia de la compraventa.

impondría la aplicación analógica de las reglas del contrato de la compraventa, ex artículo 1541 del Código Civil español.

Además el objeto del contrato ha de ser una cosa ya existente, de acuerdo con la doctrina tradicional y el Art. 1271 del Código Civil admite que la permuta pueda extenderse a cosas futuras.<sup>688</sup>

En España y en Italia existe la idea de que el Swap tiene naturaleza jurídica de permuta. En el primer país el legislador, traduce Swap como "permuta financiera", y en el segundo se habla de "permuta de flujos financieros".<sup>689</sup>

La permuta presenta algunas características comunes con el Swap: los dos son consensuales, sinalagmáticos, onerosos, conmutativos y sus prestaciones pueden tener un objeto determinable. Pero en la permuta las partes se obligan a intercambiarse recíprocamente cosa por cosa o derecho por derecho, y los pagos del Swap no se pueden considerar cosas o derechos.<sup>690</sup>

Por consiguiente, la causa y el objeto de los dos tipos de contratos son distintos.<sup>691</sup> Además nadie se atrevería a decir que la compraventa es una permuta,<sup>692</sup> entonces no se puede afirmar que el Swap tiene esta naturaleza, cuando con este contrato se intercambia dinero por dinero.

En España el Legislador<sup>693</sup> y la doctrina<sup>694</sup> han traducido el Swap como "permuta financiera", esto implica para el Swap una ambigüedad que no resulta de su traducción como intercambio.

En nuestra opinión, una aproximación a la naturaleza jurídica del Swap basada sobre el tipo legal de la permuta es errónea, y, además, ineficaz.

Entre los nuevos instrumentos utilizados por las empresas que aparecen en el comercio internacional, se encuentra la operación conocida por permuta comercial o Barter, cuya gestación se viene configurando de forma progresiva a través de la

---

<sup>688</sup> Rossell i Piedrafita, C.: *Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap*, Barcelona, 1999, pag. 93

<sup>689</sup> Catalano, F.: "Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di ) disciplina italiana", en *Il Foro Italiano*, parte cuarta, vol CXV, 1992, pg 318

<sup>690</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 231

<sup>691</sup> En Italia, Catalano, F.: ob.cit., pg 318; Vecchio, C., Vitali, E.: "Profili civilistici, valutari e fiscali dell'interest rate Swap", en *Bollettino Tributario d'informazione*, num 17, 15-IX-89, pg 1700

En España, Diaz Ruiz, E.: " El contrato de Swap", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, octubre-diciembre 1989, pgs 733-806, pg 753-757, Vega Vega, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002, pg 59

<sup>692</sup> En términos análogos Lacruz Berdejo, J.L., *Elementos de Derecho Civil. Derecho de Obligaciones*, Vol III, Bosch, Barcelona, 1979, pg 35

<sup>693</sup> Disposición cuarta de la Resolución de la Dirección General del Tesoro de 17 de febrero de 1984; y Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 28 de noviembre, de reforma de la LMV

<sup>694</sup> Por todos, Cremades, De la Torre, Giner de la Fuente, y Lamothe

incorporación en los negocios jurídicos de diferentes cláusulas de comercio de compensación como reacción jurídico-económica a las distintas necesidades que se desprenden de todos los cambios económicos, financieros y tecnológicos que se producen en el mercado.<sup>695</sup> El barter es una modalidad de comercio de compensación o coutertrade, que surge cuando las circunstancias económicas aconsejan un comercio bilateral caracterizado por el intercambio directo de mercancías o servicios sin apenas intervención de valores monetarios. Coloquialmente se ha llamado “comercio sin dinero”, principalmente basado sobre el intercambio de bienes o servicios con ciertos acuerdos adicionales, donde se abarcan un conjunto de transacciones comerciales en las que una parte o la totalidad de pago de la contraprestación se realiza con bienes o servicios o a cambio de otras compensaciones.

La permuta financiera (Swap) y la permuta comercial (Barter), a pesar de ser dos contratos que comparten un sustantivo común y que nacen como dos instituciones siamesas, es fácil diferenciar la permuta comercial de la permuta financiera. El Swap se fundamenta en un acuerdo en el que los usuarios finales o contrapartes estipulan abonarse de forma recíproca corrientes líquidas o transferencias monetarias, en la misma o en diferentes monedas, durante un específico periodo de tiempo, siendo dicho flujos ciertos en el momento del acuerdo, o estableciéndose las bases sobre los que serán calculados. Desde el punto de vista jurídico, el Swap es un contrato mercantil en virtud del cual las partes se obligan a hacerse pagos recíprocos en fechas convenidas, en la misma o distinta monedas, estableciéndose las cantidades que mutuamente han de abonarse de forma cierta en base a módulos objetivos.<sup>696</sup>

Ambos contrato presentan una atipicidad *sui generis*, pero el Swap tiene prestaciones recíprocas siempre son en pago y, normalmente, las compensaciones se hacen por diferencias.

El Barter proyecta una asunción de obligaciones para realizarse contraprestaciones recíprocas de cosas, derecho o servicios con la mutua suposición de cubrir expectativas negócias o alcanzar un determinado resultado empírico y lucrativo con el intercambio negocial. Las diferencias son notorias.

Es interesante notar que también los Barters como los Swaps son regulados por un contrato tipo o contrato marco, que recoge el régimen jurídico general que regulará

---

<sup>695</sup> Vega Vega, J.A., *El contrato de Permuta Comercial (Barter)*, Editorial Reus, S.A., Madrid, 2011, pgs 36, 37

<sup>696</sup> Vega Vega, J.A., *El contrato de Permuta Comercial (Barter)*, Editorial Reus, S.A., Madrid, 2011, pgs 83-85

todas las posibles operaciones de permuta comercial que se celebren en el futuro entre las partes. Fruto de la existencia de un mercado no organizado de permutas, en el que los intermediarios y market-makers han generado un instrumento documental homogéneo y uniforme que posibilita eliminar muchos de los inconvenientes propios de la contratación bilateral.

### 3.3.1.7. Comparación con el reporto

Una de las formas más antiguas de contratación económica existente dentro de la sociedad, por medio del derecho, tanto desde el punto de vista civil como mercantil, es la figura del préstamo, que de conformidad con el Diccionario de la Real Academia Española<sup>697</sup> significa: "Préstamo (de prestar. El dinero que el Estado o una corporación toma de los particulares con una garantía, empréstito. El dinero o valor que toma un particular para devolverlo, etc." Así mismo, la obra consultada determina que la acción de prestar consiste en entregar a una persona dinero u otra cosa, para que por algún tiempo tenga uso de ella, con la obligación de restituir igual cantidad o la misma cosa, etc.

En el Derecho Italiano Armelani, compara al Reporto, con el contrato mohatra de la Edad Media. Según este autor, Proudhon afirma que el reporto es una verdadera reproducción del mohatra producto de los padres jesuitas (entre ellos el padre Escobar y Alessio) para que los usureros lo utilizaran como un medio o como una fácil transacción mental para robar tranquilamente a sus deudores. Según el "Glossarium Adscriptores Mediae Et Infimae Latinitatis", el significado de dicho contrato se ex-presaba así: "Mohatra, Vox Portentosa Qua Significatur Contractus, Quo, Inquit Escobarius, Qui Egens Pecunia, Emit Pecunia Credita a Mercatore Merces Summo Pretio, et Statim ei Pecunia Numerata Pretio Infimo Revendit". Este contrato no era otra cosa que una forma para ocultar préstamos usurarios aparentando una venta. En efecto, el prestamista se hacía revender en precio ínfimo, una mercancía que había vendido a crédito a su deudor en un precio mayor. La diferencia entre precios resultaba para el prestamista ser el importe de los intereses de la cantidad prestada. De una manera cierta, no se puede concluir que el contrato mohatra sea el antecedente del Reporto, puesto que Armelani no da una explicación de cómo sufrió esa transformación, más aún si se toman en cuenta

---

<sup>697</sup> Real Academia Española. *Diccionario de la Lengua Española*. Voz: préstamo. Madrid, Editorial Espasa-Calpe S.A., 20a. edición, tomo II, 1984, pg 1101



las características de cada uno de estos contratos. Sin embargo, este autor dice, que después de haber sido considerado el contrato mohatra como un juego de bolsa, junto con los contratos a término y diferenciales, en Inglaterra por sus características propias y con objeto de distinguirlo de los demás contratos, fue bautizado con el nombre de “Report”, pasando con este mismo nombre a Francia. Tempesta, en el Nuevo Digesto, dice que cualquiera que hubiera sido el origen histórico del reporto y que fue conocido por algunos países europeos en el siglo XVII, lo cierto es que su importancia en el comercio, sólo se ha afirmado en tiempos recientes. Lo cual confirma que no tuvo sus antecedentes en épocas lejanas, o en el derecho romano. Por falta de material o literatura respecto a la historia del reporto, y porque, como dice Tempesta, su importancia en el comercio es reciente, se considera inútil hacer un recorrido en todos los demás derechos, para penetrar en la historia de este contrato, que por otra parte, sería de grandes proporciones e inadecuado para el desarrollo de este trabajo. En la mayoría de los países no se ha tratado con mayor interés la figura del reporto, a excepción de Italia, y son sus escritores los que con mayor claridad han tratado de explicar su origen y naturaleza. Es por esto que sin detenerse en el derecho de otros países, se ha preferido conocer cómo fue concebido el reporto en el Derecho Italiano y cómo fue admitido en la legislación de ese país. Corrado atribuye a los Juristas Italianos el mérito de estudiar con mayor seriedad al reporto, expresándose en estos términos: “... en el estudio de las instituciones del Derecho Mercantil son los primeros, mostrando la versatilidad del ingenio latino, en encuadrar una nueva institución en la milenaria tradición jurídica”. Según este autor, “el método seguido por los Juristas Italianos, representó un gran esfuerzo al reducir a esquemas lógicos una realidad no bien conocida, que fue sustituido por la investigación real de la entidad, de la cual se buscaba su valoración jurídica, deduciéndola de las frases de la bolsa y del interés que las partes querían satisfacer, cuando estipulaban el reporto y no otro contrato”. El método seguido —sigue diciendo el autor—, les dio buenos resultados, habiéndolo aplicado con cautela, ya que se podía llegar a una sobrevaloración del aspecto económico del fenómeno con la consecuencia de identificar al reporto, con instituciones que sólo tienen en común, el fin de satisfacer una misma exigencia práctica, habiendo llegado a una solución satisfactoria del problema, después de luchar con los inconvenientes de este método y a través de sucesivas elaboraciones. Advierte Corrado que “en la doctrina italiana poco a poco se fue destacando de la descripción económica del fenómeno, el aspecto normativo del problema”, y es que, según dicho autor, “todo contrato tiene una característica o función

económico-social: es suficiente buscar el interés típico que un negocio satisface, para definir su naturaleza jurídica”<sup>698</sup>.

Según el artículo 1548 del Código Civil italiano, el reporto es el contrato por el cual el vendedor transmite en propiedad al comprador títulos de crédito de un género determinado por un precio estipulado y el comprador asume la obligación de transmitir al vendedor, cuando venza el plazo establecido, la propiedad de otros tantos títulos del mismo género, contra reembolso del precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida pactada. El reporto puede ser también bancario, esto es, estipulado con la finalidad de obtener dinero al contado y recuperarlo a plazos.<sup>699</sup>

El reporto, a diferencia del Swap, es un contrato real.

Los elementos comunes con los dos contratos sinalagmáticos, se aplican en el artículo 76 de la Ley Italiana de quiebras. La distinción consiste en que en el Swap no se intercambian títulos, ni siquiera al contado. Otra coincidencia entre los dos contratos es la finalidad de prórroga donde no sea necesaria la entrega de títulos. Las partes no se limitan a prolongar la duración del contrato a punto de vencer, liquidando las diferencias de precio, sino que introducen un nuevo reporto en el anterior.<sup>700</sup> Pero en el Swap es obligatorio porque las partes se obligan, en un momento determinado, a realizarse pagos la una a la otra.

En caso de incumplimiento de las dos partes, se puede aplicar el artículo 1551 del Código Civil italiano, en tal hipótesis el reporto deja de tener efecto, y no hay devolución de lo que se ha dado; Este principio no se puede aplicar a los Swaps nulos.<sup>701</sup>

En renta fija el reporto o “repo” son operaciones de venta con pacto de recompra son operaciones de compraventa de títulos valores, en la cual el comprador se obliga a transferir nuevamente al vendedor inicial, la propiedad de los títulos negociados, en un plazo y condiciones fijadas de antemano en el negocio inicial, operación que requiere autorización escrita del cliente.

---

<sup>698</sup> <http://www.elprisma.com/apuntes/derecho/reporto/>

<sup>699</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 234

<sup>700</sup> Cottino, G.: "Del riporto. Della permuta", en Commentario Scialoja e Branca, Bolonia, Roma, 1970, pgs 47-51

<sup>701</sup> Causa Fulham and Hammersmith.

Su objetivo, es crear oportunidades de inversión y de utilización de recursos a muy corto plazo por parte de las entidades o personas que a través de las firmas comisionistas, acudan al mercado bursátil.

El repo es una alternativa de financiación para aquellas personas naturales o jurídicas que teniendo un activo transable (acciones o renta fija), requieren de liquidez en periodos cortos de tiempo (caso del vendedor), o una alternativa de inversión para aquellos que buscan obtener rentabilidad a corto plazo y que desean conocer sus utilidades con anterioridad (caso del comprador).

En el derecho colombiano, el capítulo 1, Art.1, del Decreto 4432 de diciembre 11 del 2006, define las operaciones de reporto o repo. “Las operaciones de reporto o repo son aquellas en las que una parte (el "Enajenante"), transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial") y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.”

Así que las operaciones de repo deberán fijar un plazo, un monto inicial que podrá ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación, deberán incluir un régimen de garantías que puede ser liberadas o cambiadas, según la evolución del precio de mercado, podrá establecerse que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros; podrán establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación; si durante la vigencia de la operación los valores objeto de la misma pagan amortizaciones, rendimientos o dividendos, el adquirente deberá transferir el importe de los mismos al enajenante en la misma fecha en que tenga lugar dicho pago.

El derecho colombiano las distingue claramente de las operaciones simultáneas, Art.2. “Las operaciones simultáneas son aquellas en las que una parte (el "Enajenante"), transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial") y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.”

Así las operaciones simultáneas deberán establecer los plazos; no podrá establecerse que el monto inicial sea calculado con un descuento sobre el precio de

mercado de los valores objeto de la operación; deberán establecerse las garantías que podrán ser liberadas y restituidas en valores o dinero, de conformidad con las variaciones en los precios de mercado de los valores transferidos, pero no pueden sustituidos por otros.<sup>702</sup> 703

En conclusión, consideramos que el repo tiene muchas características similares a los Swaps: es un contrato, formal, porque debe hacerse constar por escrito, no pueda hacerse oralmente y necesita contener ciertos datos infaltables; bilateral, porque implica obligaciones tanto para el reportado (vender títulos y readquirir los mismos u otros equivalentes) y para el reportador (comprar títulos y venderlos); oneroso, ya que se estipulan en el mismo provechos y gravámenes recíprocos, generalmente en el repo, el beneficio es para el reportado que puede disponer durante el plazo del contrato del precio que recibe del reportador, ese provecho se compensa con el premio y/o diferencia en el precio de liquidación que paga al reportador, igualmente el premio puede ser pagado por el reportador al reportado, en caso que sea el reportador el interesado en adquirir los títulos. El Repo es un contrato diferencial, pues la operación se consuma entre dos fechas: la fecha inicial en que se celebra la operación y la fecha de liquidación en que se consuma. Un contrato a plazo, ya que .las dos operaciones que ocurren sólo tienen sentido cuando una de ellas se aplaza, es decir que para que funcione el contrato es esencial el transcurso del plazo entre la operación de iniciación y la de liquidación

Pero el repo se diferencia claramente del Swap, cuando vemos que se trata de un contrato real, puesto que logra perfeccionarse con la entrega de los títulos. Un contrato que tiene por objeto cosas fungibles, ya sea títulos al portador o nominativos, públicos o privados. Deben ser fungibles, es decir ser factibles de sustituirlos por otros de la misma especie, cantidad y calidad. Nominativo ya que está individualizado. Traslativo de dominio, puesto que la propiedad de los títulos de crédito es objeto de transferencia entre el reportador y reportada.

### **3.3.1.8. Comparación con el contrato de suministro**

---

<sup>702</sup> <http://www.elprisma.com/apuntes/derecho/reporto>

<sup>703</sup> Alvarado Porres, J.R.: *El Contrato de Reporto como Contrato Bancario*, Universidad Francisco Marroquín, Facultad de Derecho, Guatemala, 1990, pgs 1 y ss

El suministro se define en el Código Civil italiano en el artículo 1559 como un contrato por el cual una de las partes se obliga, a cambio de un precio, a realizar, a favor de la otra, prestaciones periódicas o continuadas de cosas.

En España, es un contrato que no está tipificado en el Derecho privado, pero si lo está en la Ley 30/2007 de Contratos con el Sector Público. Su difusión en el tráfico se debe a que mediante el se pretende satisfacer el interés de una persona (el suministrado) en poder obtener la satisfacción de unas necesidades periódicas que se repiten en el tiempo; de manera tal, que el carácter duradero de la necesidad de obtener ciertas cosas y el interés en su cobertura que se prolonga en el tiempo se vinculan a la razón de ser de este contrato. Además de la nota de duración, ha de indicarse que el contrato de suministro es único y no un conjunto de contratos que se suceden en el tiempo, ya que es voluntad de las partes de servirse de él para asegurarse la realización de prestaciones futuras durante el tiempo que persista la necesidad de ellas sin tener que realizar varios contratos.<sup>704</sup>

El contrato de suministro es un modelo de contrato mediante el cual una parte (el Suministrador) se obliga a realizar prestaciones periódicas y sucesivas de cosas genéricas a favor de otra parte (el suministrado), a cambio de un precio. Destacan las siguientes cláusulas: objeto, contraprestación, cláusula de revisión (opcional), duración, cláusula de exclusividad a favor del Suministrador (opcional), cláusula de exclusividad a favor del Suministrado (opcional), resolución del contrato, suspensión de entregas, saneamiento y evicción, ley y jurisdicción competente (opcional) y arbitraje (opcional). La obligación de entrega implica la puesta a disposición del suministrado del objeto del contrato, siendo la aplicación unas normas correspondientes de la compraventa (art.339 C. de c.).<sup>705</sup>

Este contrato no hay que confundirlo con el contrato de suministro del Derecho Público Español, que tiene por objeto la compra, el arrendamiento financiero y el arrendamiento, con o sin opción de compra, o la adquisición de productos o bienes, muebles, salvo los relativos a propiedades incorpóreas y valores negociables, que se registrarán por la legislación patrimonial de las Administraciones Públicas aplicables a cada caso.

---

<sup>704</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol II, Aranzadi, Navarra, 2011, pg 296

<sup>705</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol II, Aranzadi, Navarra, 2011, pg 297

Es de uso muy extendido. En este tipo de contrato, mediante un precio, el que suministra se obliga ante otra persona a prestaciones periódicas o continuadas de bienes. Las empresas necesitan aprovisionarse de insumos, e incluso proporcionar a otras productos terminados para su comercialización o consumo directo. En consecuencia, un adecuado suministro colabora con la racionalidad de los procesos en términos de recursos, tiempo y trabajo, y establece las siguientes consecuencias: en el proveedor, se crea el compromiso y confianza de la colocación estable, periódica o continúa de cantidades determinadas de un producto. En el suministrado, se asegura la atención de sus necesidades económicas sin tener que celebrar contratos periódicos o con otros proveedores.

El contrato de suministro tiene algunas características similares a las de los Swaps y a contrato de compraventa, aunque a diferencia de un contrato simple de compraventa, el cual es de ejecución instantánea, el de suministro genera obligaciones duraderas. Debido a ello es que garantiza una atención estable de las necesidades del suministrado. También es diferente de una venta a plazos (en donde la prestación es única y pagada en prorratio), ya que aún siendo un contrato único y principal, las entregas pueden ser independientes atendiendo las necesidades previstas. Es por estas características que se le define también como un contrato complejo.

El contrato de suministro es también conmutativo (que puede variar), pues se firma sobre la base de relaciones equilibradas de ventajas y riesgos, y cuando este equilibrio se altera, procede la revisión o resolución del mismo. También es importante señalar que este tipo de contrato es oneroso (porque genera obligaciones y derechos entre ambas partes), así como típico, por cuanto está regulado por ley. Respecto al objeto, habrá libre disponibilidad del bien a suministrar así como de la transferencia de dominio. Como causa está la entrega periódica o continua del bien, y el compromiso cierto del pago según precio convenido. Debido al carácter oneroso del contrato de suministro, las partes acordarán efectuarlo por escrito.

Al ser un contrato por el cual el suministrante se obliga a realizar prestaciones periódicas o continuas de cosas, a favor del suministrado, y éste se obliga a pagarle por ello u precio en dinero. Las partes tienen las siguientes obligaciones: entregar cosa en el término establecido y cantidad acordada, servicios necesarios para efectivizar la entrega, garantía por evicción y vicios redhibitorios, exclusividad, avisar variación en posibilidad de entrega

El suministrado o abastecido: satisface sus necesidades en materia de producción asegurándose un aprovisionamiento continuo que le ahorra tiempo y esfuerzo. Con las obligaciones de: pagar precio, recibir cosas, exclusividad.

Los elementos que tienen en común son que los dos son contratos consensuales, bilateral, con obligaciones de ambas partes; oneroso, con ventajas recíprocas; conmutativo, donde las partes conocen las ventajas y sacrificios de antemano; es un contrato de tracto sucesivo, con obligaciones extendidas en el tiempo; es un contrato atípico, de intercambios, el objeto es determinado o determinable y son a plazo<sup>706</sup>.

En el contrato de suministro, hay que notar que la extinción, puede verificarse por: vencimiento del plazo rescisión unilateral con preaviso, cumplimiento objeto, incumplimiento obligación esencial, todas estas condiciones son inaplicables, ni asimilables al contrato de Swap. Así como la no formalidad o la necesidad del intuitu personae en cuanto se considera la aptitud de las partes, que no es un fundamental en el contrato de Swap.

Los elementos diferenciales respecto con el contrato de suministro son que en el Swap no hay una prestación a cambio de un precio, sino dos prestaciones distintas de dinero. Otro elemento de diferencia es la estructura contractual, es decir, en el Swap no están presentes consumidor y empresario, cuando en el suministro hay una parte fuerte que redacta las cláusulas del contrato y las imponen a la contrapartida.

En el artículo 1564 del Código Civil italiano, con relación a la resolución del contrato de suministro, se establece que si una de las partes no cumple una de las prestaciones, la otra puede pedir la resolución anticipada del contrato, pero si tal incumplimiento es de poca importancia, no se puede resolver el contrato. En el derecho español, la respuesta ha de ser negativa, ya que... cada prestación y contraprestación constituyen una unidad jurídica, el incumplimiento de una de ellas no debe propagarse a todas las demás. Solo cuando ese incumplimiento genere la pérdida de confianza en el correcto cumplimiento de las prestaciones futuras podrá originarse una causa de resolución del contrato. Si el suministrador incumple de modo reiterado el contrato con prestaciones defectuosas, o porque los productos entregados son de mala calidad, o bien cuando el suministrador cesa su actividad, o por incumplimiento de otras cláusulas

---

<sup>706</sup> Hay doctrina que afirma lo contrario: Cottino en "Del contratto estimatorio. Della somministrazione", en Commentario Scialoja e Branca, Bolonia-Roma, 1970, pgs 138-140

contractuales, nos hallaremos en supuestos en los que el suministrador podrá solicitar la resolución del contrato por causa de su incumplimiento.<sup>707</sup>

En el Swap si se verifica una causa del "event default", la parte *in bonis* debe tener una tolerancia ante la menor obligación incumplida, si hay una "termination event", las partes han de tratar de alcanzar un acuerdo en un plazo de 30 días. En este supuesto se puede aplicar el Art. 1565 del Código Civil Italiano,<sup>708</sup> por tanto el Swap en este caso puede ser tratado como un contrato de suministro recíproco de pagos determinables.

### **3.3.1.9. Comparación con futuros y FRA<sup>709</sup>**

El contrato de futuros puede ser definido como “aquel por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato”.<sup>710</sup>

La aparición de mercados organizados de futuros y de opciones, regulados por normas que los definen, y la existencia de instrumentos de cobertura como los FRAs y el resto de contratos “Forward”, orientados a cubrir riesgos similares a los propios de los Swaps, plantean la necesidad de su distinción. Problema agravado por el hecho de que las técnicas de ingeniería financiera hacen posible crear productos sintéticos combinados con diferentes instrumentos.

En el caso español, el Real Decreto 1814/91, de 20 de diciembre, al regular los Mercados de Futuros y Opciones, no incluye a los Swaps. Los cuales, así como el resto de derivados financieros, se consideraban contratos “OTC”, negociados a través de mercados creados por “market-makers”. Los futuros comprenden una variedad de contratos que se negocian en los mercados secundarios oficiales especializados, reconocidos de forma expresa por la LMV como una clase de mercados secundarios (art. 31.2 de la LMV). El art 59.2 declara que los mercados secundarios oficiales de futuros... tendrán por objeto estos contratos y otros instrumentos financieros derivados,

---

<sup>707</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol II, Aranzadi, Navarra, 2011, pg 298

<sup>708</sup> Este es el único artículo del contrato de suministro aplicable al Swap (no ya del Código Civil, sino también de la Ley italiana de quiebras -artículo 74)

<sup>709</sup> FRA: Forward Rate Agreement

<sup>710</sup> Madrid Parra, A.: *Contratos y mercados de Futuros y Opciones*, Tecnos, Madrid, 1994



cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la sociedad rectora del mercado<sup>711</sup> y completado por la Ley 47/2007 de 19 de diciembre.

En principio, se diferencian los futuros de los contratos “Forward” o contratos a plazo en base al carácter “OTC” de los últimos, al faltar la concurrencia de una cámara de compensación que actúe como intermediario y al no estar estandarizados.<sup>712</sup>

La distinción entre los contratos Swaps y Forwards debe descansar en el concepto de tipicidad y aquí se ha de destacar el carácter de trato sucesivo del Swap. Los pagos nacidos del Swap se distinguen por el hecho de que se hallan interrelacionados gracias al concepto de flujo de caja. Mientras, tanto en los futuros, como en los “Forwards”, se fija una fecha de vencimiento del contrato para liquidar sus consecuencias económicas.<sup>713 714</sup>

### **3.3.1.10. Comparación con la compraventa**

La primera tentativa de asimilar el contrato de Swap a una categoría de contratos típicos ha sido el de considerarlo como dos ventas vinculadas, siendo una la causa de la otra y viceversa.<sup>715</sup> La operación así puesta se acerca al “repo” de bolsa, que la “Corte di Cassazione italiana” ha definido en una sentencia de 1 de Marzo de 1897 como un “contrato especial” cuyos elementos esenciales eran “una compra al contado y una reventa a plazo, realizadas simultáneamente sobre los mismos valores y las mismas personas”.

Este mecanismo se parece efectivamente al de un Swap. Como en los Swaps, las dos fases del “repo” están vinculadas en una misma operación y son decididas al mismo tiempo. Se trata de una operación a corto plazo por ejemplo un mes, que podrá ser renovada cada mes, pero mediante nuevos contratos, como si fuera un Swap prorrogado.

---

<sup>711</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. II, Aranzadi, Navarra, 2011, pg 355

<sup>712</sup> Según Brown, C. "Fast Forward to the future " en *International Financial Law Review*, junio 1995, pg 34: "Forwards can be analyzed as agreements between two parties whereby one party acquires both: The right and the obligation to take delivery of a specified asset (or assets) from the other party on a specified date and also the right and the obligation to pay the agreed price for the assets to the other party on a specified date".

<sup>713</sup> Rossell i Piedrafita, C.: ob.cit., pgs 93 y ss

<sup>714</sup> Ver también: Sánchez Fernández de Valderrama, J.L: “Problemas constables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y Swaps”. Madrid, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, 1996 y ed. del 1993, pg 28

<sup>715</sup> Meyer F. "Les contrats d'échange de devises et de taux d'intérêts (Swaps)", *D.P.C.I.*, 1986, T.12, n°1, pg 9

Su fin es idéntico a lo que buscamos en un Swap y una de las partes debe encontrar los capitales para responder a sus exigencias de tesorería.

El análisis jurídico del reporto de bolsa empieza entonces a tener un gran interés. El reporto de bolsa sucesivamente ha sido calificado como un préstamo sobre una prenda o una venta condicionada. Fue la corte de apelación de París, en 1861, la que se pronunció sobre el caso del Credit Immobilier, que presentó el primer análisis del reporto como una contraposición de una compra al contado y de una reventa a plazo.<sup>716</sup> Solución confirmada por la Corte di Cassazione italiana.<sup>717</sup>

La calificación de Swap como un contrato de compraventa permite aplicar un régimen jurídico conocido y adaptado al Swap en una cierta medida. En caso *de litem*, las partes de un Swap podrán invocar por ejemplo la excepción de no-ejecución, el derecho de retención, el ejercicio de la compensación legal, la transferencia inmediata de la propiedad y de los riesgos o también del derecho de reivindicación.

Recordamos todavía que una calificación así no permite aplicar los Swaps de divisas en euro contra una divisa extranjera.

Si consideramos el Código Civil español, en el Art. 1445, define la compraventa: "Por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente". La existencia de un precio se vuelve como un requisito esencial de la compraventa, como Ulpiano ya destacó: "sine pretio nulla venditio est". Dejando aparte la discusión sobre el concepto de precio, el Código delimita el objeto de la prestación del comprador: dinero o signo que lo represente.<sup>718</sup> El precio es requisito del contrato de compraventa y si la contraprestación es cosa distinta del dinero, resulta improcedente la aplicación del Art. 1445 del Código Civil.

Obviamente según nuestra opinión, los Swaps tienen la mayoría de las características de los contratos de compraventa: son consensuales, puesto que el artículo 1450 indica que "la venta se perfeccionará entre comprador y vendedor, y será obligatoria para ambos, si hubieren convenido en la cosa objeto del contrato y en el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado"; bilateral, por producir obligaciones recíprocas para los dos contratantes; oneroso, por suponer una equivalencia entre las prestaciones de comprador y vendedor; conmutativo, aunque

---

<sup>716</sup> Sentencia: París, 19 abril 1875.

<sup>717</sup> Cass. Civ. 1 marzo 1897, D.1897.1.1411

<sup>718</sup> Navarro Perez, J.L.: *La Compraventa Civil*, Ed. Comares, Granada, 1993, pgs 199-200

puede ser aleatorio en ciertos casos, como cuando se trate de cosas futuras y se celebre el contrato a riesgo del comprador.<sup>719</sup>

La duda se da en el derecho español cuando los flujos de caja son en divisas diferentes. La subsunción en el tipo de contrato de compraventa exigiría que la obligación de librar una de las divisas se califique como pecuniaria. Mientras la otra se equipararía a una cosa distinta del dinero.<sup>720</sup> Pero según el Art. 1170.1 del Código Civil español, a diferencia del francés, es evidente que la moneda extranjera siempre se calificará de signo monetario y se considerará como precio.

Estamos de acuerdo con la observación de otros autores que hablando de los contratos a plazo dicen que se difieren de los contratos de compraventa, "...porque la ejecución de las prestaciones principales que de él derivan difieren en el tiempo (hasta la fecha de vencimiento). Y es un contrato distinto a la compraventa debido a su posible liquidación por diferencias que, junto al posible cierre de posiciones, dota de sustantividad propia, tanto a los futuros como a las opciones."<sup>721</sup> "La liquidación por diferencias, junto al cierre de posiciones, viene a desnaturalizar la condición de compraventa a plazo de los futuros".<sup>722</sup>

En Francia Meyrier propone calificar el Swap de divisas como una doble venta con pacto de recompra. Para los Swaps de intereses se niega aplicar el concepto de venta a plazo y propugna considerarlos instrumentos de los mercados de capitales.<sup>723</sup> Si se supera la distinción entre ambas modalidades de Swaps, debería recurrirse al concepto de doble venta, una de ellas al contado y la otra una compra a plazo. La transacción se explicaría a través de un único contrato independiente que guardaría una fuerte analogía con el contrato de doble venta. Pero no se resolvería el problema de que en los Swaps generalmente faltará, al ser el principal del contrato un importe nominal, un intercambio de prestaciones que pueda calificarse como la compraventa al contado.<sup>724</sup> La aproximación a las técnicas bursátiles no ha de presuponer el caso de que

---

<sup>719</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 48-1

<sup>720</sup> Posición negada por Díaz Ruiz, E.: "El contrato de Swap", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, octubre-diciembre 1989, pgs 750 y ss

<sup>721</sup> Cuenca García, A.: "El mercado de Futuros y Opciones sobre cítricos", pg 8 [www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista\\_08/art2-rev8.pdf](http://www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista_08/art2-rev8.pdf)

<sup>722</sup> Cuenca García, A.: "El mercado de Futuros y Opciones sobre cítricos", pg 9 [www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista\\_08/art2-rev8.pdf](http://www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista_08/art2-rev8.pdf)

<sup>723</sup> Meyrier, F.: "Les contrats d'échanges de devises e de taux d'intérêts (Swaps)", D.P.C.I, T.12, n°1, París, 1986, pgs 21-25. Es de interés destacar como sobre los Swaps de divisas se exponen otras fías de tipificación, consideradas inaplicables...

<sup>724</sup> Como destacan Boulart, P.A., Chabert, P.Y.: "Les Swaps: Technique contractuelle et régime juridique", Masson, París, 1992, pg 66

el Swap pueda aproximarse a los títulos de valores, aunque es cierto que muchos Swaps se contratan en ocasión de la emisión de bonos, ciertamente se trata de realidades independientes.<sup>725</sup>

Ultima diferencia fundamental es en el objeto, la compraventa versara sobre cosas o derecho, principalmente en propiedad, puede ser sobre derecho patrimoniales o sobre derechos reales (como el usufructo), de crédito o bienes inmateriales, etc. Resulta evidente que la cosa objeto de contrato de compraventa está sujeta a una serie de requisitos, en tal sentido podemos indicar que la prestación ha de ser posible, lícita y determinada o determinable. La cosa o derecho objeto del contrato de compraventa no tiene por qué ser necesariamente del vendedor o estar dentro de la esfera de su disponibilidad, el vendedor puede haberse obligado frente al comprador, vendiendo algo ajeno, por lo que vendrá obligado a adquirirlo con posterioridad para poder dar cumplimiento a la prestación que se incumbe; así las cosas y, en todo caso, si no lo adquiere y no realiza la prestación debida, deberá responder por incumplimiento contractual.<sup>726</sup>

### **3.3.1.11. Comparación con el seguro**

Algunos autores comparan el Swap con el contrato de seguro<sup>727</sup>.

En el ordenamiento español, el seguro se define en el Art. 1 de la ley del Contrato de Seguro: “El contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas”.

Los elementos fundamentales del seguro son el interés que se define con la relación que tenga un contenido económico entre un sujeto y un bien... el daño en el seguro se concibe como la lesión total o parcial del interés existente (daño emergente) o previsto (lucro cesante en sentido amplio), que se produce cuando se realiza el riesgo asegurado...el riesgo que es la posibilidad de un evento dañoso (o utilizando la terminología económica, la posibilidad de un evento que haga surgir una necesidad

---

<sup>725</sup> Como mantiene Díaz Ruiz, E.: " El contrato de Swap" en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 36, octubre-diciembre 1989, pg 763, al circunscribir la cuestión a las dificultades que la regulación de los USA impone a los bancos en la emisión de títulos valor.

<sup>726</sup> Vazquez Barros, S.: *Contratos de Compraventa y Permuta*, Tecnos, Madrid, 2003, pgs 77-93

<sup>727</sup> Duce Sanchez de Moya, I.: “El contrato de Swap”, en Contratos bancarios y financieros, Cuadernos de Derecho Judicial, CGDJ, XXIII, Madrid, 1993, pgs 483 y ss

pecuniaria).<sup>728</sup> El texto legal destaca la diferencia entre daño y riesgo que refuerzan la distinción de los derivados financieros con el seguro.<sup>729</sup>

La regulación legal del contrato de seguro se recoge, básicamente, en tres Leyes de corte bien distinto. En primer lugar, la Ley de Contrato de Seguros, Ley 50/1980 de 8 de octubre. Que a pesar de su antigüedad ha sufrido muy pocas reformas parciales y de escasa relevancia. La segunda norma relevante es la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, originariamente de 1995 y que ha sufrido muchas reformas tanto que se elaboró en 2004 un texto refundido aprobado por Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre. Esta norma regula fundamentalmente los aspectos jurídicos públicos de la actividad aseguradora, que pero incide de forma indirecta, también en las cuestiones de derecho privado. La tercera norma es la más reciente Ley 26/2006 de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados, establece la regulación de los intermediarios en el mercado de seguros, agentes y corredores de seguros.

El contrato de seguro tiene algunas características similares al contrato de Swap. Se trata de un contrato aleatorio o de suerte, no cabe duda de que individualmente considerado el contrato de seguro se celebra sin conocer las consecuencias económicas que para las partes que lo conciertan va a tener. Es aleatorio porque tanto el asegurado como el asegurador están sometidos a una contingencia que puede representar para uno una utilidad y para el otro una pérdida.

Es un contrato oneroso, por cuanto al tomador del seguro se le impone la obligación de pagar la prima y al asegurador la asunción del riesgo de la que deriva la prestación del pago de la indemnización de la que queda liberado si no se ha pagado la prima antes del siniestro (Art. 15.1). Es oneroso, porque significa para las partes un enriquecimiento y empobrecimiento correlativos.

Se trata de un contrato sinalagmático, recíproco y bilateral. En razón de que genera derechos y obligaciones para cada uno de los sujetos contratantes.

Es de duración continuada, en tanto que la obligación del asegurador de cubrir el riesgo se mantiene durante un cierto periodo de tiempo. Los derechos de las partes o los deberes asignados a ellas se van desarrollando en forma continua, a partir de la celebración del contrato hasta su finalización por cualquier causa. ¿Puede el asegurador resolver el contrato una vez producido un siniestro? La producción del siniestro no

---

<sup>728</sup> Sanchez Calero, F. y Sanchez-Calero Guilarte, J.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol II, Aranzadi, Navarra, 2011, pgs 503, 504

<sup>729</sup> Uría, R.: *Dret Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pgs 721 y ss

extingue el contrato, lógicamente, y el siniestro puede volverá a suceder, pero sí que se puede devolver una parte de la prima, proporcional al tiempo que faltaba por transcurrir. Para Sanchez Calero, si bien la validez de estas clausulas sería admisible conforme a ciertos razonamientos y con ciertos límites, la Dirección General de Seguros las ha venido prohibiendo. Partidarios de su consideración como clausula abusiva, sin paliativo, se muestra Bataller Grau.<sup>730</sup>

Es un contrato consensual, es decir no formal, se perfecciona mediante el acuerdo de las partes. Aunque a veces el seguro no es un contrato de libre discusión sino de adhesión. Las clausulas son establecidas por el asegurador, no pudiendo el asegurado discutir su contenido, a veces tan solo pueden aceptar o rechazar el contrato impuesto. Solo podrá escoger las clausulas adicionales ofrecidas por el asegurador. Todo esto es discutible y dependerá de la voluntad y de la flexibilidad que tenga cada empresa aseguradora. La doctrina por lo general, caracteriza al seguro como un contrato de adhesión, no solo las compañías de seguros deben economizarse los costes de negociación, sino que además el cálculo actuarial que es la base de toda actividad aseguradora, exige que los seguros de una misma modalidad tengan igualadas sus condiciones y requisitos, así lo pone de manifiesto Sanchez Calero o Veiga<sup>731</sup>. Solo así puede hacerse un cálculo probabilístico adecuado.

Es un contrato que debe formalizarse por escrito, establece el Art. 5 LCS, que “El contrato de seguro y sus modificaciones o adiciones deberán ser formalizadas por escrito”. Este documento escrito se denomina en la Ley “póliza”. De la misma forma, en la Ley española, sin Contrato Marco (CMOF), el acuerdo consensual es nulo. Ahora, hay que decir que inmensa mayoría de la doctrina considera que estamos ante un contrato consensual, que se perfecciona por simple consentimiento de las partes y que la necesidad de la póliza que establece el Art. 5 LCS, lo es a efectos probatorios, de fijación del contrato, etc., pero no de validez. Si cabe probar que existió un consentimiento estarán obligados ambas partes, aunque no se haya emitido aun la póliza. De hecho, esta emisión tarda a menudo varios días desde que se acuerda el contrato. En este se parece mucho al cierre telefónico del Swap que el operador

---

<sup>730</sup> Sanchez Calero, F.: “Ley de Contrato de Seguro. Comentario a la Ley 50/1980, de 8 de octubre, y a sus modificaciones”, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 1999, pgs 124-128  
Bataller Grau, J.: “La proteccion del asegurado en el ordenamiento juridico espanol”, RDPat, 2005, pgs 87-99

<sup>731</sup> Sanchez Calero, F.: “Ley de Contrato de Seguro. Comentario a la Ley 50/1980, de 8 de octubre, y a sus modificaciones”, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 1999, pgs 90-91  
Veiga Copo, F.: *Condiciones en el contrato de seguro*, Comares, Granada, 2005, pgs 3-6

financiero hace con su contraparte al teléfono, el contrato se considera cerrado aunque no formalizado, en muchas legislaciones, como en la inglesa, o en Estados Unidos la grabación de la llamada es suficiente para producir efectos legales, pero en España, el contrato escrito y firmado por ambas contrapartes es el único documento que tiene validez legal en caso de juicio. La jurisprudencia que se decanta por este carácter consensual del contrato se encuentra en Martínez Machuca, Cuesta Rute, Sanchez Calero.<sup>732</sup>

La dicción del texto legal, arriba mencionado, destaca la diferencia entre daño y riesgo. Dos conceptos ligados por una relación de causalidad, imprescindibles para la técnica actuarial y que refuerzan la distinción de los derivados financieros con el seguro.<sup>733</sup>

Es obvio que en los primeros se actúa con independencia de la causa que producirá los daños, siempre potenciales, pues el recurso a los mismos puede imposibilitar el beneficiarse de una evolución favorable de los mercados; o en alternativa se actuará especulativamente, incrementando el riesgo, lo que también es incompatible con la estructura del contrato de seguro.

La calificación del Swap como un contrato de seguro ha sido tratada en la sentencia del Tribunal Supremo español de 22 de julio de 1995. La sentencia resuelve un caso que guarda las similitudes menos fuertes con los Swaps y en donde el arbitraje casado calificó la operación de seguro.<sup>734</sup> La trascendencia de la sentencia comentada reside en partir de una definición del contrato de seguro estricta y ajustada a los intereses que concurren. Al mismo tiempo, se reconoce que el concepto de riesgo no es ajeno a otros contratos diferentes de los aleatorios y que el Swap no se encuadra en el Art. 1790 del Código Civil español. Tanto en el Swap como en el resto de instrumentos de cobertura, la noción de riesgo usada difiere de la propia del contrato de seguro.<sup>735</sup> Ha de recordarse como el seguro se orienta a la reparación de los daños sufridos al devenir

---

<sup>732</sup> Martínez Machuca, P.: “Comentarios a la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 28 de febrero de 1998 (RJ 1998, 1163)”, RES, n.98, 1999, pgs 79-83

Sanchez Calero, F.: “Ley de Contrato de Seguro. Comentario a la Ley 50/1980, de 8 de octubre, y a sus modificaciones”, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 1999, pgs 130-131

<sup>733</sup> Uría, R.: *Dret Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pgs 721-722

<sup>734</sup> Rossell i Piedrafita, C.: ob.cit., pgs 93 y ss

<sup>735</sup> Los caracteres económicos de la noción en la actividad aseguradora se describen en Garrigues, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo II, Imprenta Aguirre, Madrid, 1983, pg 254, en los términos siguientes: “Es la posibilidad que por azar ocurra un hecho que produzca una necesidad patrimonial. El riesgo es un estado que se produce por consecuencia de un hecho... se confunde el riesgo con el siniestro cuando por riesgo se entiende no el estado de riesgo, sino el hecho mismo que provoca la necesidad patrimonial”. Uría, R.: *Dret Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pg 721, también conceptúa el seguro privado a partir de idéntico concepto de riesgo.

el riesgo cubierto. Estando el *quantum* de la indemnización limitado en el contrato y consistiendo la contrapartida del asegurador en una prima prefijada *ab initio*. Notas ausentes en los instrumentos de cobertura de riesgos.<sup>736</sup>

Las condiciones para que el seguro sea considerado como tal son que las consecuencias económicas del evento futuro sean objeto de una valoración previa, y esta estimación será la base para el cálculo de la prima y que el hecho futuro sea fortuito.<sup>737</sup>

Es verdad que mediante los contratos de Swap, a veces, las partes pueden decidir dar cobertura a un riesgo. Pero en el seguro, hay una parte en la que se obliga al pago de una prima, mientras que la otra hace indemnizar al asegurado en caso de que el riesgo se verifique, en el Swap no hay una cosa respecto de la cual se pueda presentar un riesgo, ni se paga una prima a cambio de la obligación de indemnización. En el Swap hay un riesgo económico, cercano al "alea normal", pero distinto de un "alea natural".<sup>738</sup>

Estas condiciones evidencian la imposibilidad de equiparar los nuevos instrumentos financieros al seguro. El concepto de prima es ajeno a las figuras de Swap (aparte las opciones), la valoración económica del daño futuro tampoco es posible con el Swap.<sup>739</sup>

Ahora bien si miramos los cuatro elementos fundamentales del contrato de seguro, vamos a ver que se acercan mucho a la Swaption, es decir opción sobre Swap.

El primer elemento del contrato de seguro es el riesgo, que es la causa del contrato. Si no existe riesgo, el contrato es nulo, justamente porque carecería la causa (Art. 4 LCS). El segundo elemento es el interés, que se define como la relación de carácter económico existente entre el bien o valor asegurado, y su titular. El siniestro o daño, es la producción del evento asegurado. La doctrina lo caracteriza señalando que debe realizarse el riesgo previsto en el contrato; debe producirse un daño al asegurado; y debe producirse durante la vigencia del seguro, algunos autores, como Sanchez Calero o Alonso Soto, opinan que la producción de un daño no es esencial, pues por ejemplo no

---

<sup>736</sup> Díaz Ruiz, E.: " El contrato de Swap", en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 36, octubre-diciembre 1989, pg 760. Distingue entre el Swap y el seguro de cambio.

<sup>737</sup> Ver también, Duce Sanchez de Moya, I.: "El contrato de Swap", en Contratos bancarios y financieros, Cuadernos de Derecho Judicial, CGDJ, XXIII, Madrid, 1993, pgs 483 y ss

<sup>738</sup> Vega Vega, J.A.: ob.cit., pg 64 opina que la expresión "seguro de cambio" es imprecisa, puesto que dicha operación no es un contrato de seguro sino un contrato a plazo o "Forward" de compraventa de divisa extranjera a un precio cierto, y con el propósito normalmente de cubrirse de la oscilación de la misma para el momento en que haya de hacerse el pago de mercancías importadas.

<sup>739</sup> Rossell i Piedrafit, C. : "Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap", Barcelona, 1999, pgs 93 y ss



existe en el seguro de supervivencia necesariamente.<sup>740</sup> Por último la suma asegurada, es el valor que se fija, por acuerdo de las partes, como cuantía del interés o como suma a pagar.

Tres de estos elementos se encuentran de forma muy similar en el contrato de opciones sobre Swap: importe a cubrir, prima a pagar por parte de una contraparte para que la otra asuma el riesgo (siniestro). El único que se quedaría fuera sería el elemento del interés, aunque en muchos casos se podría llegar a decir que existe, por ejemplo en las operaciones de coberturas de tipos de interés de una empresa que tiene una deuda subyacente. Pero no seguiré con el tema de las Swaptions, u Opciones sobre Swap en cuanto no es el tema central de este trabajo.

### **3.3.2. Los Swaps, una familia de contratos sui generis**

Por su regulación legal se puede distinguir entre contratos típicos y atípicos o llamados también sui generis.

Contratos típicos son aquéllos que tienen individualidad propia y se rigen por normas específicas contenidas en el ordenamiento jurídico. Contrato atípico es aquel por el que el ordenamiento jurídico, de una forma absoluta o relativa, no ha predispuesto una particular disciplina jurídica.

Los contratos atípicos surgen como consecuencia de las cambiantes necesidades económicas de evolución más rápida que los preceptos contenidos en las leyes. Cuando los contratos típicos no son suficientes para obtener las finalidades que pretenden las partes, éstas, al amparo de la libertad contractual, crean nuevas formas contractuales que no suponen, por tanto, un irregular proceso evolutivo en la materia de contratación, sino el normal desenvolvimiento de la vida jurídica económica.

Tales contratos se regirán, por tanto: por los acuerdos de las partes, mientras no sean contrarios a las normas imperativas y de orden público que la disciplinan. En lo no previsto expresamente en los acuerdos se regirán, por las normas dispositivas de las

---

<sup>740</sup> Alonso Soto, R.: “Consideraciones sobre la noción de siniestro en la nueva Ley de Contrato de Seguro”, Verdera, Comentarios LCS, vol. I, pgs 201 y ss

Cuesta Rute, J.M.: “Forma y prueba del contrato de seguro”, LL, 1982-3, pgs 135-141

Sanchez Calero, F.: “Ley de Contrato de Seguro. Comentario a la Ley 50/1980, de 8 de octubre, y a sus modificaciones”, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 1999, pgs 122 y ss

figuras legales más afines y por las generales de la contratación. En último lugar, por la costumbre y los principios generales del Derecho.<sup>741</sup>

La atipicidad es un tema muy tratado en la literatura sobre el Swap. Del Swap se dice que no es un contrato “innominado”; es un contrato atípico legal aunque dotado de tipicidad social<sup>742</sup>. Pero estas afirmaciones merecen ser discutidas. Ante todo, desde un punto de vista clásico (de la atipicidad) y con carácter general, el Swap carece de regulación legal y por lo tanto, no es un contrato típico.

Frecuentemente se distinguen, dentro de los atípicos, dos categorías: los propiamente atípicos, que son figuras cuya construcción ha sido por completo creación de las partes; y los mixtos, en los que éstas dan vida, ciertamente, a un contrato no regulado especialmente por la ley como figura autónoma, pero lo hacen combinando obligaciones y elementos tomados de distintos contratos típicos.<sup>743</sup>

Problema básico que plantean los contratos atípicos es el de su regulación. En nuestra opinión, son aplicables a cualquier contrato atípico todas las normas legales de carácter imperativo adecuadas al caso; y lo estipulado por las partes, para autor regular sus intereses, siempre que lo pactado no sea contrario a las leyes, a la moral ni al orden público (C.Civil, art 1255). Son aplicables también las normas legales de Derecho supletorio dictadas para los contratos en general y que sean exactamente aplicables al caso (Art. 1258).

Según el derecho español y el italiano no nos parecen que falten normas aplicables a los Swaps<sup>744</sup>.

Existen normas contables, fiscales, de negociación sobre la quiebra nacional e internacional, además de la normativa aplicable por el simple hecho de que se trata de un contrato (en España, artículos 1.254 a 1.314 del C. Civil<sup>745</sup>, y en Italia, artículos 1.321 a 1.469 del Código Civil<sup>746</sup>).

---

<sup>741</sup> Temario de Derecho Civil Judicatura, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006, tema 42-9

<sup>742</sup> Vega Vega, J.A.: ob.cit., pg 67

<sup>743</sup> Albaladejo, M.: *Derecho Civil II*, Derecho de Obligaciones, Bosch, Barcelona, 2004, pgs 78 y ss

<sup>744</sup> Son especialmente numerosas en los Estados Unidos (vid. Culp, C. y McKay, R.: "Regulating derivatives: the current system and proposed changes " en CATO regulation, the review of Businesses & Government -en <http://www.cato.org/pubs/regulation/reg17n4bhtml>).

<sup>745</sup> En España la regulación (a parte de la mera referencia en algunas circulares del Banco de España) sobre el Swap se ha limitado a una Resolución de la Dirección General de los Tributos de 17 de febrero de 1984m sobre la fiscalidad del Swap, y más recientemente a la Disposición Adicional Décima de la ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, sobre la aplicación de la normativa de la reforma a los instrumentos derivados que se estipulen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, si al menos una de las partes es una entidad de crédito, o una empresa de servicios de

El problema consiste en determinar si la normativa vanguardista del “Common Law” nos sirve como “users” del “Civil Law”. El verdadero riesgo es el de importar directamente normas (o contenidos de master agreements) norteamericanas sin hacerlas pasar previamente por el “filtro” de nuestras raíces jurídicas. Esta situación provoca que a veces se recurra a las normas que ya existen, esto es, a normas del Common Law, las cuales se importan sin verificar la compatibilidad con las bases de nuestras instituciones en las que se integran, lo que sucede frecuentemente es que la integración no es jurídicamente perfecta y se recurre “a la excepción de la regla general”; se está creando así un sistema de reglas excepcionales que tratan de disciplinar el campo económicamente más importante del Derecho Privado actual: el mercado financiero.<sup>747</sup>

Son necesarios algunos ejemplos. La derogación de la disciplina de la acción revocatoria en sede de quiebras que introduce el artículo 71 del Texto Único de las Disposiciones en Materia de Mercados Financieros respecto de las garantías prestadas a los instrumentos financieros por el funcionamiento de una Cámara de Compensación, con la finalidad de reducir el riesgo de buen fin de las operaciones. Otro ejemplo ha sido de algún modo referido: la traducción del contrato marco de la “ISDA” ha hecho que nos preguntásemos, respecto a la parte que se encuentra en quiebra, si en Italia se ha importado la figura del “cherrypicking”, y, por consiguiente, la virtualidad de los acuerdos de “close-out netting”.<sup>748</sup>

---

inversión y en el contrato derivado de quo rige el close out netting, coordinando la normativa con el contrato marco de la AEB.

<sup>746</sup> En Italia, además de la normativa financiera (por ejemplo, el Decreto Ministerial de 24 de abril de 1990, o el artículo 67, apartado primero, del Decreto Ley núm. 513, de 31 de diciembre de 1992), en materia de contabilización del Swap se miran los artículos 15, 18, 20 y 21 del Decreto Legislativo de 27 de enero de 1992, núm. 87. El Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, núm. 58 establece en su artículo 1 que el Swap es un instrumento financiero (poniendo fin así a la discusión doctrinal y jurisprudencial sobre la calificación como valor mobiliario bajo la Ley núm. 1/1991) que pertenece a la familia de los productos financieros, y como tal potencialmente objeto de una operación de llamada a la inversión o susceptible de sumisión a la normativa sobre los mercados regulados. Y sobre los derivados en general vid. Los artículos 23, apartado 5 (inaplicabilidad del artículo 1933 del Código Civil al Swap), 70 (“Compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari”), 71 (“Definitività del regolamento delle operazioni aventi per oggetto strumenti finanziari”), y 203 (aplicación del artículo 76 de la Ley de quiebras a los instrumentos derivados).

Por otra parte el 19 de julio de 1996 el Istituto collettivo italiano per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interessi pubblico las Disposiciones en materia de utilización de instrumentos financieros derivados por parte de las empresas de seguros.

<sup>747</sup> Este movimiento se llama en los Estados Unidos “regulate through exemption”. La Securities and Exchanges Commission se ha mostrado contraria a esto (modus operandi, por lo que parece, de la Commodity Futures Trading Commission) en el written statement of the securities and exchange commission regarding the regulation of the over the counter derivatives market and hybrid instruments, de 10 de junio de 1998, cuyo texto íntegro se puede obtener en [www.sec.gov/news/testimony/tsty0698.txt](http://www.sec.gov/news/testimony/tsty0698.txt); vid. También Albretch: “Regulation of exchange-traded and OTC derivatives: the need of comparative institution approach”, en Journal of Comparative Law, num 21, otoño 1995, pgs 111 y ss, pg 111

<sup>748</sup> Los dos ejemplos de el Zamorano Roldan S.: ob.cit., pg 170

Otra cuestión se pone respecto a la existencia de las normas de los Swap. La respuesta es positiva, estas normas existen en muchos países pero, no consideran el Swap como un contrato típico. Si un contrato típico es un modelo contractual legal, es decir, un modelo de operación económica traducido en un modelo normativo previsto y disciplinado por la ley,<sup>749</sup> el Swap no es un contrato típico. Las distintas normas que lo regulan son siempre fiscales, contables, y relativas a su negociación. Pero no existe una disciplina legal sobre las obligaciones de las partes, sobre su responsabilidad en caso de incumplimiento, sobre la cesión del contrato, etc.; no es que no haya reglas a las que someter el Swap: es que las normas existentes no llenan de manera satisfactoria los distintos aspectos del Swap como contrato, y, por consiguiente, su atipicidad se mantiene.<sup>750</sup>

En Italia, el contrato marco de Swaps, que puede ser estipulado sólo entre residentes y para operaciones realizadas entre bancos e intermediarios financieros, está sometido a la ley italiana. En España, el contrato marco más moderno establece que se aplicará la ley española. Sin embargo, las partes pueden, aunque utilizando estos contratos normativos, sean españoles o italianos, elegir otra ley aplicable.

Las partes, como consecuencia se encuentran con un “Master Agreement” único, que es el modelo Norteamericano, traducido en distintas lenguas,<sup>751</sup> y en distintas leyes reguladoras de base. Leyes que si no son las del “Common Law”, no incluyen ciertos instrumentos que el contrato marco originariamente traducido incluye, y que tienen su verdadero sentido solo en un contexto de “Common Law”. Es decir que los instrumentos incluidos en el contrato norteamericano original, de una forma u otra, han sido introducidos en la práctica del país traductor con distintas consecuencias y además en este sector los elementos claves, son creados por los despachos legales o expertos de asociaciones como la “ISDA”, por consiguiente, el mercado tiene una influencia real sobre el Derecho, que es hoy más fuerte que antes.<sup>752</sup> Un ejemplo de importación de

---

<sup>749</sup> Bianca, M.: *Diritto Civile III*, Il contratto, Giuffrè, Milán, 1984, pg 446

<sup>750</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 177

<sup>751</sup> Nos parece clara la idea de Galgano, F.: *Lex Mercatori*, Il Mulino, Bolonia, 1993, pg 25, cuando afirma que "L'uniformità internazionale di questi modelli ossia contratti normativi, è per le imprese che li praticano, un valore sommo. Basti questa testimonianza: le case madri delle multinazionali trasmettono alle società figlie operanti nei sei continenti le condizioni generali predisposte per i contratti da concludere, accompagnata da una tassativa raccomandazione, che i testi contrattuali ricevano una pura e semplice trasposizione linguistica, senza alcun adattamento, neppure concettual, ai diritti nazionali dei singoli Stati; ciò che potrebbe compromettere la loro uniformità internazionale". Algo similar sucede con los contratos normativos del mercado financiero: todas las multinacionales quieren tener la seguridad de que cuando contratan un derivado en cualquier mercado lo hacen conforme a lo dispuesto en el contrato normativo que se suele utilizar y que la ley aplicable es aquella que están acostumbradas a aplicar.

<sup>752</sup> Galgano, F.: *Lex Mercatori*, Il Mulino, Bolonia, 1993

figuras del “Common Law” en el Derecho Italiano, hecho por Zamorano, es el artículo 203 del Texto Único de las Disposiciones en Materia de Mercados Financieros, que admite este tipo de acuerdos para los instrumentos derivados y los Swaps, la génesis ha sido la siguiente: La idea parte de la “ISDA”, influye sobre la ABI, y esta última sobre el Legislador. Más en detalle la “ISDA” ha creado un grupo de trabajo en el seno de la ABI con la finalidad de preparar una propuesta de Ley mediante la cual se puedan oponer a la masa de la quiebra acuerdos de *netting* entre intermediarios financieros.<sup>753</sup> El artículo 203 del Texto Único, habla de la irrelevancia de la cualidad del sujeto contratante.

Teniendo en cuenta todo lo dicho, la atipicidad esencial<sup>754</sup> del Swap es una atipicidad querida por los sujetos del mercado, convencidos de lo positivo del “laissez-faire” del Legislador en el mundo financiero. En los Estados Unidos hay más normas que en ningún otro país, por una simple razón: es en el mercado norteamericano dónde se estipulan más Swap, y que han afectado más a la economía.<sup>755</sup> La duda es si el legislador debe o no intervenir para regular los nuevos contratos. A favor de la intervención del Legislador hay razones positivas: no se pueden ignorar fenómenos que tienen una importante relevancia económica. Además, mediante la utilización de contratos normativos muy parecidos la práctica comienza a poder ser considerada uniforme. En contra están las razones por las que se evita que los jueces apliquen tipos legales más o menos afines, creando jurisprudencia contradictoria, y que los instrumentos financieros hayan nacido en la práctica internacional, y disciplinar estos instrumentos implica crear muchas disciplinas distintas que podrían ser un obstáculo en la práctica.

Según Zamorano, si el sector iusprivatístico se mueve sobre la base de los contratos, si, en otras palabras, las normas de Derecho Civil y Mercantil del ordenamiento italiano y el español, no contemplan los temas jurídicos de base, y por otro lado cuando lo hacen, provocan el problema de la continua excepción a la regla del

---

<sup>753</sup> Lembo, S.: "L'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) ed i mercati finanziari. Problemi operativi e di diritti fallimentare alla luce del nuovo Testo Unico sulla Finanza", en *Il Diritto Fallimentare*, julio/agosto 1998, pg 618

<sup>754</sup> Esencial: cuanto a los argumentos jurídicos básicos que son las obligaciones de las partes, responsabilidad por incumplimiento, cesión, mora, etc. no tienen un corpus iuris ad hoc.

<sup>755</sup> Si consideramos que en 1995 algunos autores como Becker y Yoon o Fisher, elaboraron una lista de más de cien empresas, instituciones publicas, estados federales y countries que habían experimentado pérdidas atribuibles a la evolución de los derivados estipulados por aquellos hasta 1994, se explica por que ha sido creada la "1994 Derivatives Supervision Act", que pone en marcha la Federal Supervision Commission, que debe promulgar modelos sobre la contabilización de estas operaciones y sobre el capital adequacy de las entidades que las concluyen. (Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 181)

Derecho Civil, quizás deberíamos considerar el concepto de atipicidad de un modo más flexible en relación a estos contratos. Se puede todavía considerar atípico un contrato no regulado por la ley pero si por las partes de modo homogéneo en los distintos mercados mundiales.<sup>756</sup>

La conclusión de este estudio es necesariamente negativa. Es decir, demuestra que los Swaps no pueden ser reconducidos a algún contrato mencionado por el Código Civil. Pero, como hemos visto durante nuestras explicaciones, existe una base común, unas similitudes muy marcadas entre todas las formas de Swap: la intención de las partes es la misma, los Swaps se escapan todos de la misma manera a las categorías del Código Civil, y sus mecanismos de pago integral o diferencial son idénticos, y es por estas razones que los Swaps pertenecen todos a una misma familia de contratos, pero una familia *sui generis*, que no puede conducirse a ninguna otra.<sup>757</sup>

Nuestra posición, encuentra apoyo en una corriente doctrinal muy fuerte y desarrollada en otros países europeos.

Nos daremos cuenta que Dierckx apoya esta opinión y nos da unos argumentos muy interesantes para rechazar las diferentes posibilidades de enlazarse a los contratos de Swaps. Para el autor los contratos de Swap, no pueden referirse en ningún modo ni a los contratos de préstamo cruzado, ni al “repo” de bolsa: “la similitud no tiene en cuenta el hecho de que no son operaciones de cambio de monedas, sino unos simples importes que son cambiados a la fecha inicial. Esta similitud es errada porque no tiene en cuenta el hecho de que las partes contratantes no es que busquen una nueva financiación o una nueva inversión, porque estos ya están a su disposición, sino que intentan cambiar la estructura y las modalidades exactas de su endeudamiento y de su activo respectivo...Nos parece que ésta es la misma razón que se opone a cada tentativa de buscar una similitud de las operaciones que son objeto en el presente estudio con el contrato de intercambio tal cual está previsto por el artículo 1702 del Código Civil francés”. Dierckx concluye: “Al término de este análisis de la naturaleza jurídica de las operaciones de cambio de tipos de interés y de divisas, conviene constatar que estas operaciones no entran en ninguna de las calificaciones jurídicas conocidas. Deben estar calificadas como contratos atípicos, que en sus diferentes formas, pueden hacer aparecer ciertas similitudes con la venta, el contrato de intercambio, el contrato aleatorio y el

---

<sup>756</sup> Zamorano Roldan, S.: ob.cit., pg 183

<sup>757</sup> En este mismo sentido Cuenca García, A.: *Régimen Jurídico de las opciones sobre acciones en el mercado español de Opciones y Futuros*, Comares, Granada, 1999, pg 23

préstamo...concluyendo una tal convención sinalagmática, las partes se obligan a efectuar, unas fechas predeterminadas, unos pagos recíprocos con el objetivo de cambiar, sea los costes de sus endeudamientos recíprocos, sea los útiles de sus activos financieros respectivos. En virtud del principio de la autonomía de la voluntad, nada se opone en el derecho belga, a la conclusión de un tal contrato”.<sup>758</sup>

El profesor Kleiner<sup>759</sup> da los instrumentos teóricos para calificar los contratos de Swaps de divisas. Nos recuerda que en estos Swaps, las partes acuerdan no sólo intercambiar importes de divisas, en el momento de la conclusión del contrato, que se devolverán al final del contrato, sino que también intercambian igualmente flujos de intereses; la transacción puede ser reconducida a simples pagos de intereses, sin intercambio inicial de capital, y también sobre los mismos pagos de los intereses, sin alguna transferencia de capital. “Cualquiera que sea la apariencia que puede dar el contrato de Swap de divisas, es un contrato por el cual una parte se obliga a realizar uno o más pagos de importes de una cierta divisa a otra parte contra uno o más pagos de ciertos importes de otra divisa”.<sup>760</sup>

Estos contratos pueden ser calificados como contratos de intercambio o verse aplicar las reglas de los contratos de intercambio. Según él, hay que diferenciar entre el acto generador de la obligación y el acto de disposición. Cuando una persona acepta vender un libro, debe entregarlo, o al menos trasladar el objeto. “En los contratos de Swap, donde cada parte tiene una obligación de pagar en moneda extranjera, se busca inútilmente el objeto de la transferencia”. El profesor Kleiner continuando con su teoría del pago en divisas extranjera expone que<sup>761</sup>: en este tipo de pago, ninguna mercancía está transferida. La operación de pago tiene como punto de partida un crédito sobre una cuenta bancaria. Pero también cuando este crédito está detenido en el país de la divisa que es objeto de la transacción, nunca se transfiere al beneficiario. Para la compensación, es un nuevo crédito que esta creado a favor del beneficiario en la cuenta de su banca correspondiente, en el país de la divisa tratada. Recordando la clasificación de los juristas de Derecho Civil, el profesor Kleiner nota que estas operaciones se

---

<sup>758</sup> Dierckx, F.: "Les opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises en droit belge", intervenio en la Conférence du Luxembourg, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el "Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), sobre las "operaciones de cambio y de tipo de interés e de divisas en derecho continental", el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo, pgs 129 y ss, analiza los Swaps en el derecho belga.

<sup>759</sup> Kleiner, B.: *Internationales Devisen-Schuldrecht Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden*, Zurich, 1986, pgs 178 y ss

<sup>760</sup> Kleiner, B.: ob.cit., pgs 178 y ss

<sup>761</sup> Kleiner, B.: ob.cit., pgs 178 y ss

refieren a un sector del derecho, el de las obligaciones y no al de los derechos reales. Las obligaciones en divisas extranjeras son ejecutadas mediante una cadena de nuevos créditos en diferentes cuentas entre el deudor, el beneficiario y los bancos intermediarios. Es entonces imposible decir que hay una transferencia de derechos reales. Por lo tanto, concluye Kleiner que: “un acuerdo de intercambios de pago en moneda extranjera no debe ser considerada como un contrato de venta o de intercambio, sino como un contrato *sui generis*”.

El banco nacional de belgica llega a la misma conclusión.<sup>762</sup> La calificación de operaciones de Swap depende esencialmente de la calificación de la naturaleza jurídica de una obligación de pagar unas divisas, más precisamente en la moneda convenida y en el país de esta moneda. Se apoya en el análisis del pago internacional: “Las partes se obligan recíprocamente a tomar unas disposiciones necesarias con el fin de que la cuenta bancaria de la contraparte en su correspondiente bancario en el país de la moneda considerada, sea acreditada del importe convenido, en la moneda convenida, a la fecha de valor convenida. De hecho, la lectura de los mensajes que intercambian los cambistas por dealing y “Swift” es especialmente significativa, indicando siempre las cuentas en los bancos correspondientes que se encuentran en el país de la moneda negociada y donde las cuales la otra parte debe enviar el importe de las divisas.

La transferencia bancaria, con que cada parte se obliga, está efectuado mediante una cadena de deudas y créditos, inscritos en el cuadro de las relaciones de cuentas existentes entre el ordenante, el beneficiario y los bancos que se interponen, y también por estos últimos, después de compensaciones en el cuadro de un mecanismo de *clearing* interbancario al cual se adhieren. El giro bancario no puede ser analizado como una transferencia al beneficiario, ordenante, de un crédito que éste último tiene con el banco”.<sup>763</sup>

Este análisis, de las obligaciones de las partes, del contrato de intercambio de divisas o del giro bancario, conduce a la conclusión que el contrato de intercambio no puede ser calificado como contrato de compra o de venta – terminología muy frecuente en los contratos de divisas -, ni contrato de intercambio, ni de treque.

Las transferencias bancarias, a las cuales las partes del contrato de intercambio se han obligado, no comportan la prestación característica de la venta o del treque, es

---

<sup>762</sup> Banque Nationale de Belgique – Conferencia en Luxemburgo, ob.cit., pg 77

<sup>763</sup> Banque Nationale de Belgique – Conferencia en Luxemburgo, ob.cit., pg 77



decir, la transferencia de la propiedad de una cosa material o también inmaterial, como los créditos, así como su entrega a la contrapartida.

La deducción lógica es que el contrato de intercambio de divisas y por los mismos motivos, el contrato de Swap de divisas, debe ser calificado como contrato atípico, es decir, contrato *sui generis*.

La conclusión del Banco Nacional belga no es diferente en la hipótesis donde una de las partes recibe unas divisas a cambio de su propia moneda (situación en que el análisis clásico califica la moneda nacional como el precio de venta y la divisa como el “objeto vendido”), ni en la hipótesis donde las partes “sweapan” su moneda.

Esta interpretación alcanza la posición tomada por otro país europeo donde el Derecho Civil, regula los depósitos en divisas<sup>764</sup>. La similitud no tiene como objeto el contrato de depósito sino el hecho de que la operación está hecha con unas divisas<sup>765</sup>. Se trata de una sentencia del tribunal supremo italiano en Roma, de 19 de octubre de 1984<sup>766</sup>. La sentencia en cuestión ha rechazado calificar un depósito en divisas como contrato nominado por el Código Civil italiano, como por ejemplo el depósito bancario o el préstamo, por lo tanto la analogía con estos contratos es aún más flagrante que en el caso de los Swaps respecto al intercambio. El depósito en divisas ha sido considerado como un contrato consensual, pero innominado para la aplicación del Código Civil italiano.

Todas estas consideraciones confortan y apoyan nuestro rechazo a la asimilación de los Swaps en uno de los contratos típicos del Código Civil. Los Swaps forman una familia de contrato *sui generis*. Es verdad que tal calificación no es satisfactoria en cuanto priva al jurista de un régimen jurídico pre constituido y lo fuerza a determinar las reglas aplicables al contrato punto por punto. Puede ser que esta calificación de Swaps en contrato *sui generis* sea un “testigo del retraso del derecho respecto a la modernidad de la economía”;<sup>767</sup> pero, ¿no sería mejor reconocer la realidad antes de forzar al derecho con la previsión y la confusión de las nociones? En fin, ¿Por qué no ver nuestra

---

<sup>764</sup>Depósitos en divisas detenidas por los no residentes en América que detiene la propia divisa pero en otro país. El nombre *euro-depósito* como también lo de *euro-divisa* viene del primer banco a haber hecho este tipo de operación: la Harodny Bank en Londres, filial del Banco nacional soviético cuyo código telex era EUROBANK (Ciosi, F.: “Cours sur la gestion du risque de change”, EDEC, Nice, 2003)

<sup>765</sup> Divisas detenidas por los no residentes en América que detienen su divisa pero en otro país.

<sup>766</sup> Corte di Cassazione (Roma), Camere riunite, 19 ottobre 1984, n°5275: Banco Nazionale contra Credito Varesino S.P.A, ver el análisis de Giovaneli M: “a proposito de dos decisiones jurisprudenciales y del tratado sistemático del derecho privado de las euro-divisas”, Revista de Derecho de los asuntos internacionales, n°3, 1986, pg 286

<sup>767</sup> Boulart, P.A, Ortiz, M.: “La nature juridique des opérations de Swap”, Les Cahiers de l'IDEF, Banque de France, n°27, pgs 93 y ss

solución, la extraordinaria elasticidad, adaptabilidad y eficacia del derecho? Si el derecho clásico no funciona, el derecho moderno entra en función, el derecho de los mercados financieros lo hace con sus contratos, con los Swaps, los depósitos en divisas, la emisión en divisas, sus medios de pago, las compensaciones en divisas, y sus nuevos regímenes. Es este derecho el que debemos formalizar, sintetizar para extraer los grandes principios y encontrar los componentes. Fraccionar los contratos de Swaps en una infinidad de contratos distintos, sin tener en cuenta sus particularidades, en un tipo de contratos preexistentes, no es la solución. Se necesita, por el contrario, valorar los puntos conocidos para unificarlos y darles una definición y un régimen que reflejen lo mejor posible la intención de las partes. Hacer de los Swaps una familia de contratos *sui generis*, es dar un primer paso hacia la creación de un derecho de los mercados financieros en España.

### **3.4. La comercialización de los Swaps**

La comercialización de los Swap desde hace casi 10 años ha sido al centro de la preocupación del legislador: la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, sobre Medidas de Reforma Económica obligó a las entidades de crédito a ofrecer a las personas que hubieran suscrito o que solicitaran préstamos a tipo variable, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento de tipos de interés. En aplicación de esta norma, las entidades bancarias empezaron a ofrecer a sus clientes diferentes instrumentos de cobertura, basados en derivados financieros, siendo uno de los más habituales el contrato de Swap sobre tipos de interés. Esta circunstancia, junto con la alegría de los mercados financieros de los años anteriores a la crisis, alentó a las entidades bancarias a colocar entre el público todo tipo de instrumentos financieros sofisticados (“Cap Spread” o “Knock-in, Knock-out”, “Collar”, “Swap bonificado con Cap”, etc.), que no siempre resultan adecuados para clientes no profesionales, ya que presentan altos niveles de complejidad en su estructura y condiciones. Además, sus contratos suelen incluir cláusulas de conocimiento de los riesgos asumidos y de entendimiento de las condiciones del producto por parte del cliente, así como de exoneración de responsabilidad de las entidades bancarias en cuanto a la iniciativa de su contratación. Como consecuencia de la bajada del Euribor, muchas personas, empresas y operadores financieros se encuentran actualmente, con instrumentos financieros derivados de difícil

comprensión que le están comportando unos costes muy elevados y que no pueden cancelar porque para ello deben pagar cantidades exorbitantes.

Existe un consenso internacional sobre el hecho de que la crisis financiera global que se dato en el año 2008 obedeció, entre otras muchas causas, a la comercialización de productos financieros complejos, por parte de los intermediarios financieros sin observar los deberes más elementales de información adecuada a los inversores que los adquirieron. Esta política de distribución insensata de aquellos productos complejos no tuvo más explicación que la elevada cuantía de las comisiones que los intermediarios financieros percibían por la colocación de tales productos.<sup>768</sup>

En relación con esta práctica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (más conocida como MiFID), y su normativa de desarrollo, estableció determinadas normas de conducta a cumplir por las entidades que comercializaran este tipo de productos. Esta directiva fue traspuesta al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modificaba la Ley del Mercado de Valores, y por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, de Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión. Estas normas obligan a las entidades de crédito y demás empresas de servicios de inversión que comercialicen instrumentos financieros derivados, a pedir a los clientes información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión del instrumento en cuestión, con la finalidad de evaluar si el mismo es adecuado para el cliente. Además, la normativa obliga a las entidades a proporcionar a los clientes, con carácter previo a la contratación, información suficiente y adecuada sobre las características del instrumento y sus riesgos. La MiFID agrupa no solo la Directiva 2004/39/EC del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, de mercados de instrumentos financieros; la Directiva 2006/73/EC de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la anterior en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión; y el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las

---

<sup>768</sup> Tapia Hermida, A.J.: “Jurisprudencia de Audiencia Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, n.115, Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Valladolid, Julio-Septiembre 2009, pg 236

operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros.

Los PFIs “Productos Financieros Incomprensibles” han sido una de las claves de las crisis financiera porque, diseñados por los intermediarios y comercializados, así que se lanzó la publicación, el 14 de octubre de 2009 por el Departamento de Supervisión ESI-ECA de la CNMV, de una Guía de catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos, esta publicación no tiene carácter normativo ni establece nuevas obligaciones, sino solo pretende informar a las entidades que prestan servicios de inversión que la CNMV considera adecuadas para el cumplimiento de diversos objetivos. La Guía de la CNMV se refiere a cinco tipos de instrumentos financieros que pueden ser complejos: acciones preferentes o privilegiadas y participaciones preferentes; derechos de suscripción preferente; instrumentos del mercado monetarios y otras formas de deuda titulizada; cedulas, bonos y participaciones hipotecarias, instrumentos que cuentan con el respaldo de un grupo de activos; deuda y valores por IIC de inversión libre e IIC inmobiliarias. Por último la Guía incorpora dos anexos: el Anexo 1, que es un listado de instrumentos financieros complejos y no complejos, y el Anexo 2 que es el documento publicado el 3 de noviembre de 2009 por el CESR, denominado CESR Q&A MiFID.<sup>769</sup>

### **3.4.1. Inexistencia de una jurisprudencia sólida: sentencias recientes**

En aquellas ocasiones en las que la falta de observación de las normas de conducta ha provocado una contratación inadecuada de instrumentos derivados financieros, los afectados han sentido la necesidad de reclamar contra las entidades que les han ofrecido el producto. Para ello, las principales vías de reclamación son la vía administrativa y la judicial. Mediante vía administrativa, se está a la espera de que se creen los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Bancarios y para la Defensa del Inversor. La reclamación se presenta ante el Servicio de Reclamaciones del Banco de España, siempre que se trate de un instrumento financiero contratado como cobertura de un préstamo hipotecario y, en los demás casos, la reclamación debe presentarse ante la Oficina de Atención al Inversor de la Comisión del Mercado de

---

<sup>769</sup> Tapia Hermida, A.J. : “Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, n.120, Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Valladolid, Octubre-Diciembre 2010, pgs 292-293

Valores. No obstante, antes de acudir a estos organismos, es necesario haber presentado previamente la reclamación ante el Servicio de Atención al Cliente de la entidad, o ante el Defensor del Cliente, y haber obtenido su resolución, o bien haber transcurrido dos meses sin obtener respuesta. Las resoluciones de estos organismos no son vinculantes, pero pueden servir de apoyo en caso de acudir a la vía judicial y las entidades de crédito en ocasiones son sensibles a sus recomendaciones y corrigen sus actuaciones, siendo el grado de cumplimiento mayor ante las resoluciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que ante las del Servicio de Reclamaciones del Banco de España.

Por su parte, la vía judicial presenta gran incertidumbre por la inexistencia de una jurisprudencia sólida sobre la materia. Existen algunas resoluciones judiciales favorables, que estiman las demandas presentadas por los afectados a nivel de Audiencias Provinciales, y que declaran nulo los contratos derivados de permuta financiera suscritos entre las partes, como las emitidas por la Audiencia Provincial de Jaén el 27 de marzo de 2009, por la Audiencia Provincial de Álava el 7 de abril de 2009, ambas Sentencias ofrecen los siguientes denominadores comunes: derivan de la comercialización de productos financieros complejos, las pretensiones de los clientes frente a los bancos consistieron en la anulación de los contratos por vicio en el consentimiento prestado, en ambos casos tuvo importancia esencial para demostrar el error obstativo sufrido por los clientes, la prueba personal consistente en el interrogatorio de los empleados de los bancos que vendieron los productos, en ambos casos las demandas fueron desestimadas en un primer momento por los respectivos juzgados de primera instancia que vieron revocadas sus sentencias, en la segunda instancia, con la estimación de los recursos de apelación por las audiencias provinciales con fundamento jurídico análogos, por último ninguna de las dos Sentencias impone las costas procesales a ninguna de las partes.<sup>770</sup>

Las conclusiones que cabe extraer de las dos Sentencias señaladas son que las entidades de créditos deben ser extremadamente cuidadosas en la información que suministran a los clientes en el momento de comercializar instrumentos financieros complejos y a lo largo de la vida y ejecución de los contratos correspondientes. Dado que aquella comercialización y la información consiguiente se distribuye mediante su red de oficinas o sus agentes, la formación de sus empleados es un elemento clave para conflictos jurídicos, como lo demuestra el hecho de que las dos Sentencias tienen en

---

<sup>770</sup> Tapia Hermida, A.J. : “Revista de Derecho Bancario y Bursatil”, n.115, Centro de documentación Bancaria y Bursatil, Valladolid, Julio-Septiembre 2009, pg 238

especial consideración las declaraciones de los empleados de los dos bancos para deducir que ellos no comprendían claramente los productos que comercializaban, por lo que difícilmente pudieron informar a los clientes adecuadamente.<sup>771</sup>

Más recientemente por la Sentencia de 5 de septiembre de 2011 de la Sección 4 de la AP de Jaén, la Sentencia de 19 de mayo de 2011 de la Sección 3ª de la AP de Burgos, la Sentencia de 11 de febrero de 2011 de la Sección 4ª de la AP de Asturias, la Sentencia de 17 de mayo de 2011 del Juzgado de lo Mercantil nº 7 de Barcelona, la Sentencia de 31 de marzo de 2011 del Juzgado de Primera Instancia nº 4 de Salamanca, la Sentencia de 11 de octubre de 2011 del Juzgado de Primera Instancia nº 77 de Madrid. La mayoría de las Sentencias coinciden en considerar nulos los contratos por error en el consentimiento. Este error está casi siempre originado, por un desconocimiento de lo que se estaba contratando debido a la falta de información del producto, por la escasa formación del empleado encargado de su comercialización, y por no ajustarse el instrumento contratado al perfil del cliente. La sentencia de la Audiencia Provincial de Álava, basa el error en la oscuridad de las cláusulas del contrato de adhesión. Casi siempre se declara la restitución recíproca de las cosas que hubiesen sido objeto del contrato con objeto de conseguir que las partes afectadas por la nulidad vuelvan a tener la situación patrimonial anterior y se declare que el actor no debe cantidad alguna y se condene a la demandada a pagar al actor la cantidad de dinero recibida, mas las cantidades aunque se sigan cargando como consecuencia del contrato de Swap.

Otras características comunes de estas Sentencias son el error en la venta como producto asegurativo por parte de la Entidad Financiera. Aunque el contrato de Swap tenga un cierto componente “asegurativo”, en muchos casos ha sido malinterpretado por el cliente por una deficiente explicación o así se argumente para intentar su nulidad, pero si tiene ese carácter asegurativo, cuando va unido a otra operación de financiación, porque ambas partes en el Swap pretende cubrirse sus respectivos riesgos. En muchas no aparece que se tenga toda la documentación e información requerida, por ejemplo test de idoneidad, test de conveniencia, correcto asesoramiento e información, información post contractual.

Opinamos que aunque haya tanta minuciosidad, incluso excesiva, que la Ley ha dispuesto previa a la firma del contrato tiende a proteger sobremanera al contratista pero

---

<sup>771</sup> Tapia Hermida, A.J. : “Revista de Derecho Bancario y Bursatil”, n.115, Centro de documentación Bancaria y Bursatil, Valladolid, Julio-Septiembre 2009, pg 239

no se cumple si la entidad financiera se limita a cumplir una mera formalidad, simplemente se pretende cubrir el expediente sin que se haya procesado dicha información y evaluado al cliente en consecuencia, hay que notar que casi siempre se rellenan el mismo día y en el mismo acto de la firma del contrato final.

A defensa de las entidades financieras, queremos matizar que este tipo de contrato siempre han existido, y que la mayoría de las partes tenían contratos similares firmados con anterioridad, muchas veces la misma contraparte no entidad financiera que había obtenido importantes beneficios, ahora alega desconocer el producto, simplemente aprovechando de él cuando le era favorable y al tonarse la cuestión, pretende la existencia de un vicio en el consentimiento (ex art. 1301 del Código Civil). El error ocupa un lugar preeminente en la fundamentación de las demandas y el dolo solo sirve para fundar las pretensiones de nulidad. En las Sentencias sobre Swap en general el dolo encuentra bastantes debilidades. De este modo, a nuestro juicio, se realiza una interpretación demasiado forzada o muy amplia, de la concurrencia del dolo, además sistemáticamente y reiteradamente se declara nulidad de estos contratos sin efectuar la necesaria valoración de la prueba y peculiaridades del caso. Probablemente la crisis combinada con el actual y muy excepcional escenario de tipos de interés ha sido la causa principal de la litigiosidad.

Toda esta amalgama de normas, requisitos y exigencias sin embargo no se ha traducido en una unanimidad en las resoluciones judiciales. Así solo en el año 2011, encontramos resoluciones de tribunales que en demandas planteadas por empresarios, se decantan por la nulidad contractual como es el caso de las arriba mencionadas, pero otras Audiencias Provinciales optan, sin embargo, por confirmar la validez de estos contratos, como es el caso de las siguientes: Sentencia de la Sección 3ª de la AP de Pontevedra de 13 de enero de 2011, Sentencia de la Sección 5ª de la AP de Zaragoza de 14 de enero de 2011, Sentencia de la Sección 3ª de la AP de Burgos de 19 de mayo de 2011, Sentencia de la Sección 3ª de Pontevedra de 26 de mayo de 2011. No es pues cuestión clara.

### **3.4.2. Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)**

La Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, conocida por sus siglas en inglés como MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), introducirá un mercado único y un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los

27 estados miembros de la Unión Europea, y en otros 3 estados del Área Económica Europea (Islandia, Noruega, y Liechtenstein).<sup>772</sup>

Los objetivos principales que se pretenden alcanzar con la Directiva son: completar el mercado único de servicios financieros de la UE, responder a los cambios e innovaciones en relación a la seguridad de los mercados, proteger a los inversores, fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros. Esta Directiva vendrá a sustituir a otra, la Directiva de Servicios e Inversiones (Directiva 93/22/EEC), cuyas siglas en inglés son ISD (Investment Services Directive),

La MiFID es uno de los pilares del Plan de Acción de Servicios Financieros – comenzado en 1999 para acelerar la integración de los mercados europeos, la MiFID se podría definir como una regulación europea que persigue una mayor protección de los clientes de servicios financieros y una actuación más transparente por parte de las Entidades que prestan dichos servicios. La directiva entró en vigor el 1 de noviembre de 2007. Entre los servicios y actividades de inversión a los que hace mención esta regulación se incluyen la recepción y transmisión de órdenes sobre instrumentos financieros; la ejecución de órdenes; el asesoramiento en materia de inversión; la colocación o comercialización de instrumentos financieros; la gestión discrecional de carteras. La MiFID distingue entre asesoramiento y comercialización:

Asesoramiento: la Ley entiende por asesoramiento en materia de inversión "la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros". Es decir, el asesoramiento consiste en recomendaciones personalizadas y concretas basadas en las circunstancias personales de cada cliente, como su situación financiera, su perfil de riesgo y su conocimiento o experiencia en productos financieros, y sus objetivos de inversión.

Comercialización: cuando se ofrecen productos basados en sus características sin analizar las circunstancias personales de los clientes.

MiFID regula los servicios y actividades de inversión, que necesariamente se relacionan con los llamados "instrumentos financieros". Entre los instrumentos financieros MiFID relaciona los valores negociables y los instrumentos del mercado

---

<sup>772</sup> [http://es.wikipedia.org/wiki/Directiva\\_sobre\\_Mercados\\_de\\_Instrumentos\\_Financieros](http://es.wikipedia.org/wiki/Directiva_sobre_Mercados_de_Instrumentos_Financieros)



monetario (acciones; bonos; deuda; pagarés, etc.); las participaciones en IICs; y todo el enorme abanico de productos derivados (opciones, futuros, permutas financieras, etc.). En consecuencia, MiFID no regula los productos que podríamos llamar "estrictamente bancarios" o "productos NO MiFID", entre los que incluiremos las cuentas a la vista, los depósitos, las EPSVs y todos los productos de activo (préstamos, créditos, etc.). La Ley relaciona como productos "no complejos": las acciones cotizadas; la renta fija cotizada; fondos de inversión "armonizados a nivel europeo". Por otro lado, relaciona entre los productos complejos toda la gama de opciones, futuros y demás productos derivados.

En primer lugar vamos a distinguir los "clientes MiFID" -entre los que incluiremos a todos aquellos que contraten sobre un instrumento financiero- de los "clientes NO MiFID", que serán los clientes de productos estrictamente bancarios. Los "clientes MiFID" serán a su vez clasificados en una de estas tres categorías:

Clientes profesionales: serán aquellos que acrediten conocimientos y experiencia en los servicios o instrumentos financieros que contraten. Esta categoría estará integrada, tratándose de personas físicas, por aquellas que cumplan dos de los tres criterios siguientes: haber realizado en el mercado de valores operaciones de volumen significativo, con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores. Cartera de instrumentos financieros superior a 500.000 euros. Que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero, que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios prestados. Si se tratara de personas jurídicas, deberán cumplir dos de estas tres condiciones: balance igual o superior a 20 millones de euros. Fondos propios por importe igual o superior a 2 millones de euros. Cifra de negocio igual o superior a 40 millones de euros.

Contraparte elegible: es una categoría especial, restringida a entidades financieras, aseguradoras y otras asimiladas, a las que se les supone pleno conocimiento y experiencia en la materia relacionada con los servicios que contratan.

Clientes minoristas: serán, por exclusión, las personas físicas y jurídicas que no cumplan los criterios antes señalados. Algunos de sus derechos son: derecho a la información en relación con la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, centros de ejecución de órdenes, incentivos, gastos y costes asociados a la contratación o el servicio prestado, derecho a conocer la política de ejecución, la política de conflicto de interés y la política de salvaguarda de activos, derecho a que los contratos realizados, así como las órdenes ejecutadas, figuren en los registros correspondientes. Los clientes minoristas tienen derecho a solicitar el cambio de clasificación que se les haya otorgado.

Uno de los objetivos fundamentales de la directiva comunitaria MiFID consiste en asegurar la conveniencia e idoneidad de los productos y servicios comercializados por las entidades a los clientes. La interpretación y aplicación de la Directiva MIFID, está siendo tema de debate en cuanto al alcance de los productos bancarios y de inversión afectados por la normativa MIFID, la calificación del tipo de inversor y la información proporcionada por el cliente por medio de la cumplimentación de los Test MIFID: test de Idoneidad y test de Conveniencia.<sup>773</sup>

Test de Conveniencia: Para comprobar la adecuación del producto al cliente, la entidad ha diseñado un test de conveniencia. El test de conveniencia únicamente se realizará a clientes minoristas de forma previa a la formalización de los contratos para evaluar los conocimientos y experiencia del cliente para contratar productos complejos.

Test de Idoneidad: Será necesario cumplimentar el test de idoneidad en la prestación del servicio de gestión discrecional de carteras y/o asesoramiento en materia de inversiones. El objetivo del test de idoneidad es la perfilación del cliente y la asignación de la cartera que responda a sus objetivos, situación financiera, conocimientos y experiencia. El test de idoneidad se realizará a clientes minoristas y profesionales siendo de obligatoria respuesta para poder prestar al cliente este servicio.<sup>774</sup>

### **3.4.3. Propuesta de Revisión de la MiFID**

La propuesta legislativa para la reforma de la de la Directiva 2004/39/CE MiFID y el Reglamento de desarrollo (MiFIR) ha sido remitida por la CE al Consejo y al Parlamento de la UE el 20 de octubre de 2011. La revisión de la MiFID forma parte de un conjunto de reformas acometidas en el seno de la UE para lograr un sistema financiero más seguro, responsable y transparente, en cumplimiento de los mandatos del G20 sobre las áreas más opacas y menos reguladas hasta el momento del sistema financiero (instrumentos negociados Swaps, OTC y derivados). Al día de hoy la propuesta de modificación de la MiFID por parte de la Comisión se encuentra pendiente de publicación, habiendo finalizado el periodo de consulta el 2 de febrero de 2011.

Desde la transposición de la MiFID a las diferentes regulaciones europeas, y a pesar de la crisis financiera, se ha visto como en los Estados Miembros se ha ganado en

---

<sup>773</sup> [www.legorburoconsultores.es/afectados-Swaps-directiva-MIFID.html](http://www.legorburoconsultores.es/afectados-Swaps-directiva-MIFID.html)

<sup>774</sup> [www.bankoa.es/tablon-anuncios/directiva-mercados-instrumentos-financieros-mifid.html](http://www.bankoa.es/tablon-anuncios/directiva-mercados-instrumentos-financieros-mifid.html)

transparencia, eficacia e integración con respecto a la operativa en los mercados financieros y de valores. Sin embargo, durante estos últimos tres años en los que la Comisión ha estado analizando la implementación de la MiFID, determinados acontecimientos relacionados con la situación de crisis económica generalizada, así como la velocidad desarrollo de los mercados y aparición de nuevos productos de inversión, ha puesto de manifiesto la debilidad de determinados principios clave de la Directiva MiFID y la necesidad de reforzar otras materias, que se consideran necesarias para que esta regulación cumpla con sus objetivos originales.<sup>775</sup>

Cuando todavía se está interpretando la Directiva, se ha iniciado el proceso para su reforma, que podría entrar en vigor en 2013 y una vez aprobada la reforma se preveé un plazo de dos años hasta su obligatoria implementación por parte de los países miembros. Ello nos situaría temporalmente en el año 2015. En este artículo nos centraremos en las primeras propuestas de la Comisión Europea (CE) para reforzar la protección del inversor (Documento de Trabajo puesto a consulta el 8 de diciembre de 2010 sobre revisión de la MiFID). Tras la avalancha de respuestas recibidas –más de 4.000-, es probable que algunas de estas propuestas se modifiquen: la actual crisis financiera y su impacto sobre los inversores van a favorecer la aprobación de medidas que hace sólo cuatro años no habrían alcanzado el consenso necesario.

Con la reforma se podría ampliar la gama de instrumentos financieros a los que les resultaría aplicable la MIFID, siempre que reúnan una serie de requisitos: objetivo de inversión a largo plazo, producto estructurado y comercialización activa a inversores minoristas. La CE cita, en su documento de trabajo, como posible nuevo producto MiFID los depósitos estructurados –en la actualidad, por vía interpretativa, sólo se considera que dichos depósitos están sujetos a la Directiva cuando se instrumentan a través de un valor negociable o cuando el depósito no tiene garantizado el principal-.

La CE aborda un tema que no está bien cerrado en la MiFID: la comercialización de instrumentos financieros emitidos por la propia entidad financiera, sin que exista asesoramiento. Para zanjar el debate, la CE podría proponer la modificación de la definición del servicio de ejecución de órdenes por cuenta de clientes para que incluya claramente el supuesto que nos ocupa.

Otra cuestión que ha suscitado dudas en algunos países es la aplicación de las normas de conducta de la MiFID cuando una entidad financiera distribuye instrumentos financieros a clientes y, al mismo tiempo, está actuando por cuenta de la empresa

---

<sup>775</sup> Canta J., Duret L. : “Revista de Derecho del Mercado de Valores”, n. 9, Madrid, 2011, pg 319

emisora. Aunque en muchos países no hay duda sobre este tema, la nueva Directiva será aun más precisa.

#### Normas de conducta más rigurosa y para más clientes

La aplicación de las normas de conducta de la MiFID se gradúa en función del tipo de cliente o del servicio prestado. Pues bien, la reforma que se está planteando puede suponer novedades importantes.

El servicio de “sólo ejecución” supone comercializar instrumentos financieros (no complejos) sin necesidad de que se verifique su conveniencia para un cliente determinado. La CE se está planteando dos alternativas: primera, restringir la definición de instrumento no complejo -las acciones tendrían que estar negociándose en un mercado regulado o plataforma multilateral; los bonos deberían negociarse en un mercado regulado y no podrían incorporar un derivado u otras estructuras que dificulten la comprensión del producto; los instrumentos del mercado monetario no podrían tener incorporado un derivado u otras estructuras; y las UCITS no podrían ser el resultado de técnicas de gestión de carteras complejas- y no considerar que el servicio es de “sólo ejecución” cuando la entidad concede un crédito al cliente para llevar a cabo la operación. Segunda, eliminar directamente el concepto de “sólo ejecución”. En las dos alternativas este cambio es muy significativo, ya que se ampliarían extraordinariamente los supuestos en los que hay que habría que evaluar la conveniencia.

El servicio de asesoramiento en materia de inversión fue una novedad de la MiFID. Dado el escaso contenido de su regulación, la CE se está planteando varias novedades. Primero, las entidades podrían tener que informar al inversor si su asesoramiento es independiente. En este caso, la entidad podría tener que valorar un número suficientemente amplio de instrumentos disponibles en el mercado –de diferentes proveedores- y no serían admisibles los incentivos de dichos proveedores. Segundo, las obligaciones de información al inversor se reforzarían –habría que explicar por qué se recomiendan ciertos instrumentos y cómo éstos se adecúan a su perfil inversor-. Tercero, se podría precisar el concepto de seguimiento del asesoramiento – posible obligatoriedad de la remisión periódica de información al cliente sobre el valor de mercado de los instrumentos recomendados, de la actualización de la información disponible sobre el cliente y de la actualización periódica de las recomendaciones formuladas-. En este terreno, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha introducido recientemente los conceptos de asesoramiento puntual y recurrente, pero,

por el momento, la CE no introduce dichos conceptos. Cuarto, el asesoramiento se podría prestar por internet.

La información a clientes minoristas y profesionales sobre instrumentos complejos también podría verse reforzada. En concreto, para productos especialmente diseñados para un cliente, la CE está pensando en hacer obligatorio el suministro de la siguiente información: antes de la transacción, un perfil de la rentabilidad y riesgo del producto en diferentes circunstancias del mercado; durante la vida del producto, valoración independiente trimestral de estos productos; y para productos estructurados, información trimestral sobre la evolución de los activos subyacentes. Asimismo, la CE podría proponer que las entidades que mantengan instrumentos financieros de clientes informen puntualmente a éstos de cualquier modificación sustancial en la situación de esos instrumentos. Esta obligación podría extenderse a los clientes que son contrapartes elegibles. Por último, también podría exigirse que las entidades informen a los clientes de criterios de inversión con orientación ética o social.

La escueta regulación sobre los incentivos (“inducements”) incluida en la MiFID podría también ampliarse. En concreto, podrían introducirse los siguientes cambios: eliminación de la posibilidad de suministro de información resumida “ex ante” de los incentivos –se mantendría la información detallada–; obligación de la información “ex post”, especialmente cuando previamente sólo se ha informado de los métodos de cálculo de los incentivos; clarificación del criterio de “mejora de la calidad del servicio al cliente” a la hora de valorar si el incentivo está permitido o no y prohibición de los incentivos en la gestión de carteras y en el asesoramiento independiente.

En el supuesto de suministro de servicios a clientes no minoristas, la CE también se está planteando cambios, que parten de la evidencia de que la clasificación actual de clientes no tiene en cuenta las diferencias entre clientes de una misma categoría en función de su mayor o menor tamaño y de su diferente experiencia en algunos instrumentos financieros. Estos cambios podrían significar una mayor protección de las normas de conducta a las contrapartes elegibles, por ejemplo, en transacciones de productos complejos; mayores restricciones para la aplicación del régimen de contraparte elegible, por ejemplo, a las instituciones financieras pequeñas o no familiarizadas en los mercados de valores; la eliminación del supuesto legal de que los clientes profesionales tienen siempre experiencia y conocimientos en la evaluación de la idoneidad o conveniencia; y la exclusión de los ayuntamientos de las categorías de contrapartes elegibles y clientes profesionales “per se”.

La CE considera necesario regular la responsabilidad civil de las entidades financieras que prestan servicios de inversión, lo que podría facilitar las reclamaciones de daños por el incumplimiento de las normas incluidas en la MiFID, especialmente, obligaciones de información, evaluación de la idoneidad y conveniencia, ejecución óptima y gestión de órdenes de clientes.

Sobre la ejecución óptima de órdenes, la reforma podría exigir que los centros de ejecución generen información sobre la calidad de dicha ejecución; que las entidades mejoren la información suministrada a los clientes incluidos los profesionales y las entidades gestoras de carteras y receptoras y transmisoras de órdenes, para que les permita comprobar si la ejecución de sus órdenes es óptima; que las políticas de ejecución diferencien entre tipos de instrumentos, clientes y órdenes; y que las entidades que crucen operaciones internamente y que utilicen sólo un centro de ejecución informen y expliquen cómo consiguen la ejecución óptima para sus clientes.

Sobre la aplicación o no de las normas de conducta de la MiFID a la negociación por cuenta propia de las entidades ha habido mucho debate en Europa. La CE intentará aclarar que la citada exención no se aplicaría si la entidad que negocia por cuenta propia presta cualquier otro servicio de inversión o auxiliar e, incluso si sólo negociara por cuenta propia, la entidad ejecuta órdenes de clientes contra sus propias posiciones' incluyendo operaciones casadas entre dos clientes en las que se interpone dicha entidad. La no exención supondría la aplicación del principio de ejecución óptima a estas operaciones.

Un primer cambio podría producirse en los requisitos de honorabilidad e idoneidad exigida a las personas que efectivamente dirigen el negocio de una entidad. La CE podría proponer que esos requisitos fueran cumplidos por todos los miembros del Consejo de Administración, sean ejecutivos o no ejecutivos. Para evaluar la citada idoneidad, la CE menciona expresamente la necesidad de conocer la dedicación de los consejeros no ejecutivos.

La CE también considera necesaria una mayor involucración del Consejo de Administración en el desarrollo de las funciones de cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna. En concreto, estas funciones deberían poder informar directamente a dicho órgano y éste debería aprobar previamente la sustitución de los responsables de dichas funciones –decisión que habría que notificar al supervisor-. Asimismo, la CE considera necesaria la participación activa de la función de cumplimiento en los procedimientos establecidos por la entidad para gestionar las reclamaciones de los

clientes. Los resultados de dicha gestión, así como cualquier propuesta de mejora, deberían ser incluidos en el informe periódico de la función de cumplimiento.

Con respecto al lanzamiento de productos y servicios, podrían introducirse varias modificaciones, siempre para reforzar la protección de los clientes: las entidades deberían valorar la adecuación de los nuevos productos y servicios a las características y necesidades de los clientes a los que se serán ofrecidos; la función de cumplimiento debería reforzar su control sobre los procedimientos establecidos en el ámbito de las normas de conducta para asegurar el cumplimiento efectivo de dichas normas, incluyendo estos aspectos en sus informes periódicos de cumplimiento; los riesgos generados por el lanzamiento de nuevos productos y servicios deberían ser adecuadamente gestionados; las entidades deberían revisar periódicamente la distribución y el comportamiento de sus productos y servicios; debe asegurarse que el personal de la entidad tiene los suficientes conocimientos para comprender las características y los riesgos de los productos y servicios ofrecidos; y el Consejo de Administración u órgano en el que delegue deberá ejercitar un control efectivo sobre el lanzamiento de nuevos productos y servicios.

En el ámbito de la gestión de carteras, la CE está pensando en exigir a las entidades gestoras que formalicen y conserven sus estrategias de inversión para las carteras de sus clientes –estas estrategias deberían ser consistentes en el tiempo-. Asimismo, la alta dirección de la entidad debería aprobar y revisar periódicamente las políticas, procedimientos y sistemas utilizados para gestionar dichas carteras y controlar dicha gestión.

Sobre conflictos de interés, la CE considera que hay normas suficientes, aunque cree que algunos conceptos clave deberían ser clarificados, por ejemplo, la transparencia al cliente debería ser un mecanismo al que recurrir en última instancia, ya que los conflictos hay que prevenirlos y gestionarlos. La CE pone como ejemplo de incumplimiento de las normas sobre conflictos de interés el establecimiento de incentivos a la red de ventas por la venta de productos concretos.

La CE también presta interés a la segregación de activos de clientes. En concreto, podría proponer que resulten aplicables las normas de protección de activos cuando la propiedad de fondos e instrumentos financieros ha sido transferida a una entidad financiera para cubrir obligaciones de un cliente minorista. En el caso de clientes profesionales y contrapartes elegibles su posición no es tan clara, excepto en la obligación de informar a dichos clientes de los riesgos de dicha operativa. Asimismo, en

el caso de préstamos de valores utilizando instrumentos de clientes –con su consentimiento expreso-, la CE podría proponer que el prestatario otorgue una garantía suficiente y que la entidad prestamista efectúe un riguroso seguimiento de dicha garantía. Por otro lado, la obligación de informar claramente a los clientes minoristas de los riesgos del uso de sus instrumentos financieros, podría extenderse a todas las categorías de clientes. Por último, en el caso de sociedades y agencias de valores, se podría exigir una mayor diversificación en la colocación instrumental de los fondos de sus clientes en entidades de crédito.

Con respecto al aseguramiento y colocación de emisiones, la CE se plantea la necesidad de detallar requisitos organizativos para las diferentes fases del proceso de aseguramiento –contactos preliminares con los emisores, sindicación, fijación del precio de los valores, etc.-; establecer reglas para la distribución de los valores entre los inversores –criterios de distribución, mantenimiento de archivos, etc.-; y fijar mecanismos para prevenir y gestionar los conflictos de interés típicos de estas operaciones.

La CE plantea la necesidad de unas prácticas regulatorias y supervisoras más homogéneas en la Unión Europea en diversos ámbitos. El primero es en el de los agentes vinculados. La CE considera que la posibilidad que ahora existe de que los agentes manejen dinero e instrumentos financieros de los clientes debería ser eliminada. Asimismo, los agentes vinculados establecidos en otra jurisdicción deberían ser tratados como un sucursal, aunque la entidad financiera ya opere en dicha jurisdicción a través de una sucursal. Por último, debería ser obligatoria la comunicación de la identidad de los agentes vinculados a las autoridades del país de acogida, cuando una entidad financiera quiera prestar servicios de inversión a través de un agente.

La actual discrepancia entre países en lo relativo a grabación de órdenes de clientes –por teléfono y comunicaciones electrónicas- también debería desaparecer, según la CE. La grabación podría ser obligatoria para los servicios de recepción y transmisión de órdenes, de ejecución de dichas órdenes y de negociación por cuenta propia sobre todos los instrumentos financieros. Esta obligación podría extenderse a la gestión discrecional de carteras.

La homogenización también debería llegar a las facultades de supervisión y sanción de las autoridades, en ambos casos, acercándolas a las de los países más exigentes. De esta forma, la CE considera que la aplicación práctica de las medidas legales se reforzaría y que el actual arbitraje regulatorio disminuiría sustancialmente.



Cabe destacar la mención que hace la CE a mecanismos de denuncias anónimas para facilitar la comunicación de incumplimientos a las autoridades, pudiéndose, cuando proceda, reducir o no aplicar sanciones a los denunciantes.

El refuerzo de las facultades de supervisión podría llegar a habilitar a la CE para que pueda prohibir la prestación de servicios o actividades de inversión en ciertos instrumentos financieros. El proceso de prohibición podría desencadenarse ante preocupaciones significativas por la protección del inversor o cuando un producto o actividad amenace el funcionamiento y la integridad de los mercados o la estabilidad de todo o parte del sistema financiero. Por otra parte, los reguladores nacionales podrían prohibir temporalmente o restringir la comercialización o distribución de un producto por una o más entidades financieras o la provisión de un servicio o actividad, ante amenazas serias a la estabilidad financiera de un país o de la Unión Europea –esta disposición podría afectar a derivados OTC que deban liquidarse, por el riesgo sistémico que suponen, en cámaras de contrapartida central y ninguna ofrezca ese servicio para esos derivados-. La CE también considera que debería haber un mecanismo europeo para que pueda acordarse dicha prohibición, si una autoridad nacional no adopta esa medida.

La CE dedica un apartado especial al refuerzo de la supervisión de las posiciones en derivados. En concreto, las autoridades deben tener facultades para exigir toda la información necesaria sobre dichas posiciones –incluido su objetivo-, así como para reducir su tamaño –por razones de funcionamiento de los mercados, protección del inversor o integridad del mercado- y para establecer límites “ex ante” a dichas posiciones.

La CE también piensa que la crisis financiera ha hecho necesario reforzar los requisitos de acceso al mercado europeo de entidades financieras y mercados de terceros países. El objetivo sería garantizar el acceso a las entidades y mercados con una regulación equivalente a la europea, especialmente en lo referente a protección al inversor -requisitos de información, conveniencia e idoneidad, ejecución óptima, gestión de órdenes y segregación de activos de clientes-.

Como hemos visto, a las entidades, la reforma les va a suponer, por un lado, mayores obligaciones de información a clientes, y, por otro lado, un nuevo marco para la prestación de determinados servicios de inversión –principalmente, asesoramiento y gestión de carteras-. Esto les obligará a modificar prácticamente todas sus políticas y

procedimientos MiFID –clasificación de clientes, incentivos, conveniencia e idoneidad, ejecución óptima, información a clientes, etc.<sup>776 777</sup>

Los cambios introducidos en la MiFID pretenden, minimizar las discrecionalidades concedidas a los Estados Miembros que suponían una amenaza para la existencia de un único “campo de juego” con las mismas reglas para todos los Estados y participantes en los mercados. La propuesta también tiene como objetivos mejorar la supervisión, reducir costes para los participantes, mejorar las condiciones de acceso y aumentar la competitividad global de la industria financiera en la UE. Los aspectos más sustanciales introducidos en la revisión de la MiFID son:

Mismas reglas de juego (level-playing field).

Las diferentes plataformas de negociación -mercados regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y la nueva categoría de mercado Organised Trading Facilities (OTF)- tienen similares requisitos de organización, pre y post transparencia de las transacciones y de supervisión. El operador en todas ellas es neutral si bien un OTF tendrá un cierto grado de discrecionalidad sobre cómo una transacción va a ser ejecutada de forma que preste a sus clientes un servicio que cualitativamente (si bien no funcionalmente) es distinto de los prestados por mercados regulados o SMN; el operador de OTF, para garantizar la neutralidad, estará gravado con la prohibición de negociar contra su cuenta propia. El texto aclara la figura del internalizador sistemático al indicar que no es una plataforma de negociación y está sujeta a requisitos específicos de pre transparencia y acceso; la negociación por cuenta propia con clientes y otras firmas se considera OTC.

Extensión del ámbito de aplicación de la MiFID.

La propuesta extiende el ámbito de aplicación de la MiFID a otros productos financieros y servicios; en concreto, se incluyen los derechos de emisión de CO2 y se amplía la definición de “ejecución de órdenes por cuenta de clientes” para incluir en la misma la venta –no necesariamente acompañada de asesoramiento o de otro servicio financiero-de productos financieros emitidos por una institución financiera o firma de inversión. El Considerando 26 establece que es apropiado incluir en el ámbito los depósitos estructurados tal y como recogerá el futuro Reglamento de PRIPs (Packaged Retail Investment Products).

---

<sup>776</sup> Aunque la reforma está todavía en una fase embrionaria, el documento publicado hace unos meses por [www.fundspeople.com/ampliado/27095/MiFID-2-el-refuerzo-de-la-proteccion-del-inversor](http://www.fundspeople.com/ampliado/27095/MiFID-2-el-refuerzo-de-la-proteccion-del-inversor)

<sup>777</sup> <http://asuapedefin.wordpress.com/docs/comunicados/>

### Revisión de las exenciones de la MiFID.

La propuesta limita las excepciones más claramente a actividades que no son propiamente servicios de inversión o auxiliares definidos en la MiFID, sino actividades prioritariamente de naturaleza comercial o de gestión de la cuenta propia. La actividad de gestión por cuenta propia se excluye expresamente como servicio de inversión siempre que no se trate de creadores de mercado, miembros o participantes en un mercado regulado o en un SMN o de la ejecución de órdenes de clientes. La actividad por cuenta propia realizada como servicio auxiliar de otro no financiero no entra dentro del ámbito de aplicación de la Directiva, según el Considerando 14 de la propuesta.

### Mejora del marco de la estructura de los mercados.

Se crea la nueva categoría de mercado (Organised Trading Facilities (OTF)) en cuya solicitud de autorización se deberá incluir una explicación detallada de porqué el sistema que se propone no se corresponde y no puede operarse desde un mercado regulado, Sistema Multilateral de negociación o internalizador sistemático. El MIR se refiere a los denominados crossing networks (sistemas operados por firmas de inversión que principalmente casan las órdenes internamente) como una de las plataformas de negociación que entran dentro de la nueva categoría de OTF. Los OTF tienen unos elevados requisitos organizativos, normas sobre transparencia igualmente exigente y otros requisitos para facilitar la competencia y la negociación cross-border. El Considerando 12 establece que podrán determinar y restringir el acceso de participantes, y el Considerando 13 especifica que tienen carácter multilateral de forma que intereses de compra/venta de múltiples contrapartes interactúan y resultan en un contrato de compraventa. Los requisitos de pre y post transparencia (y sus excepciones salvo las órdenes de elevado volumen en comparación con el habitual) desaparecen de la propuesta de Directiva y pasan al Reglamento.

### Mejora del gobierno corporativo.

Se propone el fortalecimiento de los requisitos para ser director (ejecutivo o no ejecutivo): en particular, todos los miembros del consejo y directores deben tener el conocimiento suficiente y las habilidades para comprender los riesgos asociados con la actividad de la firma para asegurar su gestión prudente y acorde con los intereses de los inversores y la integridad de los mercados. Por otro lado, se propone la diversidad como criterio de selección en la composición de los cuerpos de gestión. Mejora de los requisitos de organización para salvaguardar el funcionamiento eficiente y la integridad de los mercados. La propuesta tiene en cuenta el trading algorítmico, el acceso

electrónico directo y el “high frequency trading” y aclara que las entidades involucradas quedarán sujetas a la MiFID; todas ellas deberán contar con medios organizativos suficientes y sistemas y controles de riesgo. Los High Frequency Traders deberán remitir continuamente propuestas de compra y venta en las plataformas en las que operan a pesar de las condiciones del mercado. Las plataformas deberán adoptar controles de riesgo (por ejemplo, circuit breakers) para mitigar el desorden en la negociación y asegurar la resistencia del mercado, que ayuden también la supervisión y monitorización de tales actividades por las autoridades competentes.

#### Mejora del marco de protección del inversor.

La propuesta, en la prestación de asesoramiento, aumenta la información a facilitar al cliente (fuentes de información y valoración continua de la idoneidad de los productos recomendados a los clientes) y, tanto en el asesoramiento como en la gestión de carteras, se restringe la posibilidad de percibir incentivos abonados por terceras partes; clarifica las condiciones en las que la ejecución y/o recepción y transmisión de órdenes de clientes de ciertos productos no complejos no requiere la obtención de información sobre los conocimientos y experiencia del cliente sobre tales productos; establece el futuro desarrollo de guías sobre la prácticas de cross-selling; y describe cómo las firmas y sus agentes deben manejar los fondos o instrumentos que pertenezcan a sus clientes.

#### Aumento de la protección en la prestación de servicios de inversión a clientes profesionales.

Se propone que las autoridades locales (municipios) sean considerados como clientes profesionales si así lo solicitan y cumplen con los requisitos previstos, y que el principio de actuación honesta, justa y no engañosa se aplique a todas las categorías de clientes incluidas las contrapartes elegibles.

#### Nuevos requisitos para plataformas de negociación.

Se propone introducir la obligación de ofrecer datos, al menos en base anual, sobre la calidad de la ejecución (por ejemplo, número de órdenes canceladas antes de la ejecución o velocidad de ejecución). También se requiere a las firmas de inversión para que, anualmente, publiquen las cinco plataformas de negociación en las que ejecutaron más órdenes de clientes en el año precedente. Se propone que las plataformas que negocien contratos de derivados sobre commodities adopten límites apropiados o acuerdos alternativos para asegurar el funcionamiento de los mercados y las condiciones de liquidación física de los commodities, y faciliten información sistemática y

estandarizada de las posiciones de los distintos tipos de traders financieros y comerciales a los reguladores (incluyendo la categoría e identidad del cliente final) y a los participantes en los mercados (incluyendo solamente posiciones agregadas de los clientes finales).

#### Régimen mejorado para los mercados de pequeñas y medianas empresas.

Se propone la creación de una nueva subcategoría de mercados conocido como mercado de crecimiento de pequeñas y medianas empresas (SME growth markets). Cualquier operador de un SMN (Multilateral Trading Facility (MTF) podrá solicitar el registro del SMN como un SME growth markets si se dan ciertas condiciones. Este registro permitiría unos estándares pan europeos para estos mercados que tengan en cuenta las necesidades de emisores y la protección de los inversores.

#### Mejor y más eficaz sistema de consolidación de datos de transacciones.

La propuesta pretende disminuir la dificultad de acceso a las transacciones efectuadas en las distintas plataformas y mejorar la calidad y consistencia de los datos a facilitar. Se establecen los mecanismos siguientes: los Approved Publication Arrangement (APA), a través de los que todas las firmas hacen pública la información tan próxima al tiempo real como sea técnicamente posible sobre una razonable base comercial; Consolidated Tape Providers (CTPs) para hacer accesible al público la información consolidada de forma continua y tan cercana a tiempo real como técnicamente sea posible, y los Approved Reportings Mechanisms (ARMs), para la remisión de información no más tarde que al día laborable siguiente.

#### Aumento de los poderes de las autoridades competentes sobre posiciones derivadas.

Se propone dotar a las autoridades competentes con poderes explícitos para requerir información sobre activos y garantías de los mercados de subyacentes, y para intervenir mediante límites introducidos ex ante a las posiciones o al número de contratos de derivados por subyacente que se puedan concluir en un periodo de tiempo, cuando ello sea necesario para asegurar la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados.

#### Sanciones efectivas.

Las apropiadas sanciones administrativas se aplicarán en caso de incumplimientos tanto a personas físicas como jurídicas responsables y serán públicas. El nivel máximo de la multa pecuniaria que establezcan las leyes nacionales debe exceder los beneficios derivados del incumplimiento y los criterios para determinar el

tipo y grado de la sanción deben incluir los criterios establecidos en la Directiva (beneficios derivados del incumplimiento, pérdidas causadas a terceras personas, comportamiento cooperativo de la persona responsable). Las propias firmas de inversión establecerán procedimientos para la comunicación interna de los incumplimientos.<sup>778</sup>

#### **3.4.4. El proyecto de Reglamento de la CE sobre derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones**

La comisión Europea, al fin de asegurar mercados de derivados eficientes, seguros y sólidos, contemplaba el papel de los derivados en la crisis financiera, analizando las ventajas y riesgos de su contratación, y ha expuesto actuaciones concretas a seguir, para aumentar la transparencia de los mercados de derivados, reducir el riesgo de contraparte, el riesgo operativo en la negociación y reforzar la supervisión del mercado.

Para garantizar la operatividad y la transparencia, los contrato de derivados OTC se compensaran a través de cámaras de contrapartida central (CCP)<sup>779</sup>, supervisadas por los reguladores, esta propuesta legislativa entrara en vigor previsiblemente a finales de 2012, tras un proceso de negociación y aprobación por el Parlamento Europeo y el Consejo. Esta reforma que abarcara a todas las categorías de derivados OTC y afectara a las entidades financieras y no financieras, quedaran exentos de este sistema los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, los organismos públicos que intervienen en la gestión de la deuda pública y los bancos de desarrollo multilaterales. La CCP tendrá una estructura idónea para permitir la compensación y los registros de operación (Tarde Repositorios), como sistema para fomentar la transparencia.

El sistema se basa varios aspectos claves, como la obligación de compensación e información para contratos OTC. Solo podrán ser compensados a través de CCP los contratos estandarizados. Para identificar estos contratos, será necesario un doble enfoque: el acuerdo de la inclusión de ciertos contratos, con autorización de su autoridad competente, de otro lado se fijaran cuales son los contratos que pueden negociarse en sistemas de contrapartida central y se determinan los que obligatoriamente deben estar sujetos a esta obligación de compensación a través del

---

<sup>778</sup> [www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu\\_id=3&jera\\_id=52&cont\\_id=154](http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=3&jera_id=52&cont_id=154)

<sup>779</sup> Central Counterparty Clearing House

sistema de contrapartida central. El reglamento fijara los umbrales teniendo en cuenta la importancia sistémica de las posiciones netas y la exposición por contraparte en cada clase de derivados, exceptuando los contratados para cubrir los riesgos de su actividad comercial. Las entidades no financieras que mantengan posiciones de importancia sistémica en OTC están sometidas a ciertas obligaciones de información, mediante el cual se fija el punto a partir del cual las entidades deberán notificar y justificar ante la autoridad competente la toma de posiciones. El umbral de información, permite identificar a las contrapartes no financieras que hayan acumulado posiciones significativas en OTC; por otro lado, un segundo umbral que obliga a la compensación lo que implica que la entidad necesariamente deberá compensar todos sus contratos y respecto a aquellos que no sean aptos para compensar a través de un sistema de contrapartida central, las partes no financiera tendrán que cumplir unos requisitos en materia de capital o garantías.<sup>780</sup>

Si las entidades financieras y no financieras que esta sujetas a esta supervisión contratan OTC que no están sujetos a la obligación de compensación, tendrán que disponer de mecanismos alternativos para poder controlar y mitigar el riesgo de crédito. Entre estos, se cuenta con la pronta identificación de los términos del contrato, así como la resolución de conflictos, el seguimiento del valor a través de la fijación de precios diarios, el intercambio de garantías o el mantenimiento de capital de la entidad que opera con derivados en estos OTC. Una de las cuestiones principales será el establecimiento de un régimen de autorización y supervisión a través de sistemas de contrapartida central que serán autorizadas y supervisadas por las autoridades nacionales, con la participación de ESMA (European Securities and Markets Authority), que también participa en el régimen de autorizaciones dada su importancia y la naturaleza transfronteriza de las actividades. Tendrán que desarrollarse las normas técnicas que permitan la correcta aplicación de los procedimientos previstos en la propuesta de Reglamento y que permita la adopción de las decisiones oportunas de los colegios de supervisores. ESMA será también responsable en lo que respecta al reconocimiento de contrapartes centrales a terceros países, siempre que se cumplan determinadas condiciones.<sup>781</sup>

---

<sup>780</sup> Muñoz Perez, A.: “El mercado de derivados OTC iniciativas de reforma”, Revista del Derecho de Mercados de Valores, n.8, La ley, grupo Wolters Kluwer, Madrid, 2011, pg 61

<sup>781</sup> Muñoz Perez, A.: “El mercado de derivados OTC iniciativas de reforma”, Revista del Derecho de Mercados de Valores, n.8, La ley, grupo Wolters Kluwer, Madrid, 2011, pg 61

La función de la CCP como contraparte de cada posición, soporta el riesgo que se deriva de la posibilidad de que incumpla alguna de las contrapartes. Debe reunir determinados requisitos y suficientes recursos financieros que le permita realizar esta actividad, así como un capital mínimo. El proyecto introduce también reglas sobre la segregación y la transferibilidad de posiciones y de las correspondientes garantías. Con esta solución se pretende reducir eficazmente el riesgo de crédito de contraparte mediante el recurso a otras contrapartes centrales, de forma que sea posible crear igualdad de condiciones de competencia entre las CCP centrales europeas y protegeré los legítimos intereses de los clientes miembros del sistema. Se pretende aumentar la transparencia del mercado por lo que la información debe notificarse a los “Trade Repositories”, los cuales tendrán en su poder información a la que pueden acceder las autoridades supervisoras. El ESMA garantiza el acceso sin restricciones a todas las autoridades competentes de supervisión de los “Trade Repositories” de terceros países, ESMA tendrá la competencia sobre el “Trade Repositories” y se encargaran de asegurar un acceso sin restricciones a todas las autoridades competentes. Estos registros estarán sujetos a requisitos organizativos y de funcionamiento que garanticen la protección y transparencia de los datos. Publicaran posiciones agregadas por cada clase de derivados.

782

---

<sup>782</sup> Muñoz Perez, A.: “El mercado de derivados OTC iniciativas de reforma”, Revista del Derecho de Mercados de Valores, n.8, La ley, grupo Wolters Kluwer, Madrid, 2011, pgs 61-62





## CONCLUSIONES

Hay una frase de Rousseau que decía que los árabes tienen por lo menos cien palabras para designar al camello. Aquí nos encontramos con el fenómeno opuesto, ya que con una sola palabra, Swap, designamos cien realidades distintas. Pensamos que esto es lo que explica la enorme tipología que hemos descrito a lo largo de este trabajo: hoy se habla de Swap de divisas, de intereses, sobre índices y materias primas; los Swap pueden hacer referencia a operaciones de activos, de pasivos, etc.; los Swap pueden hacer referencia a cualquier tipo de subyacente.

Con el Swap nos encontramos con una terminología jurídica atípica, en este trabajo hemos realizado una serie de afirmaciones que pueden ser discutibles en cuanto en el aspecto jurídico no hay unos criterios claros y homogéneos para el tratamiento del Swap. Es un contrato independiente, diferente de todos los disciplinados por la jurisprudencia.

Hemos señalado, que el Swap equivale a lo que jurídicamente sería una permuta, en este caso financiera. También creemos que el concepto de permuta es difícilmente encajable, el diccionario Oxford hace equivaler el Swap al “Barter”, de cualquier forma es muy peligroso en términos de derecho, traducir estas palabras inglesas en castellano, porque, no sabemos exactamente de qué estamos hablando. Estamos, en cualquier caso, ante unos términos jurídicos absolutamente atípicos y hay que ver lo que dice cada contrato, cada Swap es distinto y el clausulado y la tipología es extraordinariamente variada.

Para concluir y juntando todas las características jurídicas que hemos mencionado, se puede definir la naturaleza jurídica del Swap como un contrato atípico, mercantil, único, bilateral-sinalagmático, oneroso, consensual, aleatorio, de duración continua en que las partes se obligan a intercambiarse en momentos futuros ciertas cantidades de dinero, denominadas en la misma o en diferentes divisas, previamente determinadas o determinables en base a criterios objetivos. Se trata de un contrato autónomo que goza de una causa única, por lo que tiene sustantividad propia.

“Como el alquimista da un nombre a la fórmula molecular que descubre con el propio microscopio e intenta clasificarlo en categorías de referencia de la propia

ciencia”<sup>783</sup>. Procederemos a la calificación del contrato de Swap e intentaremos dar una definición jurídica a un fenómeno económico que todavía está mal clasificado en derecho.

1. No hay tampoco que olvidarse de que la tipicidad y atipicidad son conceptos relativos, dado que, como se ha señalado, en la práctica casi todos los contratos son mixtos, tanto los típicos como los atípicos. Con los Swaps como contrato atípico legal, habrá que ocuparse del problema de la aplicación de normas de cara a una correcta hermenéutica y solución de los intereses en juego. Sobre todo si tenemos en cuenta que el contrato de Swap en algunas ocasiones podrá ser configurado como contrato atípico mixto o impropio, en cuanto a que en su desarrollo pueden mezclarse prestaciones, estipulaciones o causas de varios contratos con los que guarda ciertas afinidades estructurales, como son la permuta, la compraventa de “futuro” u otros análogos.

Aunque el Swap pueda tener ciertas semejanzas aparentes con otros contratos tradicionales, sin embargo, una vez analizada su esencia, se revela como un contrato diferente y autónomo que produce relaciones obligacionales propias.

2. Hemos definido el Swap como un contrato mercantil, realmente nos enfrentamos a un nuevo tipo de derecho que se podría considerar como una rama del derecho mercantil: el derecho de los mercados financieros, es decir, el derecho de las actividades de mercado. Los instrumentos que estamos tratando tienen naturaleza propia y no se pueden reconducir a los que ya existen. El derecho de los mercados financieros es un derecho específico en el objeto, en las fuentes y también en los principios que pone en evidencia, está conexo a las actividades de mercado.

3. La función principal que cumple este negocio jurídico en el ámbito empresarial es la de obtener unas condiciones financieras más favorables basadas en el arbitraje entre mercados, si bien las partes pueden acudir a este contrato con otras razones como las especulativas. La función práctico-social no se fundamenta en la intención de intercambiar cosas, ni siquiera dinero, se asumen obligaciones de pagos de cantidades monetarias en base a módulos con la mutua suposición de verse favorecidos en el resultado, lo cual representa un riesgo, dado que este contrato es normalmente a plazo. Tampoco el hecho de que el contrato se estructure mediante un modelo tipo que dará lugar a un encadenamiento de operaciones hace que se configure como un contrato complejo. Siempre habrá que calificarlo como contrato único con pluralidad de objeto.

---

<sup>783</sup> Coelho, P.: *L'alchimista*, Mondadori, Milán, 2002, pg 43

4. El Swap produce obligaciones reciprocas o sinalagmáticas y bilaterales que además son interdependientes, cada parte debe haberse obligado en consideración de la obligación tomada de la otra hacia la primera. También si en algunos casos la reciprocidad es mucho menos manifiesta cuando el Swap prevé un modo de cálculo donde solo una de las partes está obligada a pagar un cierto importe a su contrayente, al momento del vencimiento del contrato, dependiendo de la evolución del mercado, la reciprocidad de la obligación se basa en el hecho de que el pago puede establecerse sobre cualquiera de las dos partes.

5. El contrato que obliga a cada una de las partes a dar o hacer algo, se considera oneroso, además que en los Swaps no hay ninguna intención liberal y ninguna de las partes está totalmente libre de obligaciones en el momento de liquidación del contrato. Por definición los contratos bilaterales son siempre onerosos.

6. En el Swap los efectos, las ventajas y las pérdidas, son para ambos contrayentes o solamente para uno de ellos dependientes de un evento incierto, es un contrato que su resultado depende de eventos imprevisibles. Según nuestra opinión la aleatoriedad existe cuando la ventaja que las partes obtienen del contrato no es estimable al momento de la conclusión del acto, porque depende de un evento incierto, externo, no controlable por la voluntad de las partes. Sobre todo en un contrato conmutativo el riesgo no es un elemento esencial del objeto del contrato, en definitiva opinamos que la que rinde el contrato aleatorio, es la incertidumbre sobre la existencia o sobre la entidad de las prestaciones.

7. El intercambio de dinero, u obligación pecuniaria se distingue según la función económica que desempeñe el dinero, en dos categorías: cuando el dinero funciona como medio de cambio de cosas y servicios, o como medida del valor de los bienes y servicios. La primera definición se aplica a los Swaps de tipo de cambio y la segunda a todos los otros con cualquier otro tipo de subyacente.

8. La posibilidad de que en la práctica pueda presentarse subordinado o ligado a otras operaciones o negocios, no le priva de la pregonada autonomía contractual.

Además, desde un punto de vista más global, nos encontramos con la confluencia de distintas normas y la regulación de distintos países, gran parte de la materia sobre los Swaps se encuentra fuera del derecho y opinamos que el derecho es para la vida, no la vida para el derecho. Por tanto, el derecho tendrá que adaptarse a esta realidad.

En esta última parte de la conclusión, hemos comparado el contrato de Swap con diferentes contratos típicos evidenciando sus diferencias.

1. La prenda, es un derecho real de garantía mobiliaria, que exige el desplazamiento posesorio, cuando en el Swap, la naturaleza de la obligación es pecuniaria. El pago de un simple diferencial sobre los tipos de interés o de cambio, no puede ser explicado mediante el préstamo a prenda; al mismo tiempo, los Swaps de divisas que no comportan la transferencia inicial del capital aparecen como una operación desequilibrada o una resolución de una prenda que nunca hubiera sido concedida, por estas razones prenda y Swap no pueden ser asimilados.

2. El depósito cruzado tiene la incompatibilidad con los Swaps por la cuestión de los frutos y de los intereses de la cosa. El principio es que el depositario no debe sacar ninguna ventaja del depósito a excepción de la remuneración que tendrá estipulada o de la remuneración que podrá recibir. Por fin los intereses madurados sobre los importes del capital confiado, no se podrían justificar en el caso de un depósito. Se podría asimilar a un salario ingresado al depositario. Pero el salario sería así el reflejo de la evolución de los tipos del mercado de capitales y no la remuneración del servicio de custodia cumplido por el contrayente.

3. El préstamo tiene en primer lugar un tratamiento contable muy diferente del que se utiliza para los Swaps, justamente estos últimos han sido inventados para compensar inconvenientes contables y fiscales de los préstamos paralelos y de los préstamos adosados. Considerarlos como uno préstamos cruzados responde todo en causa y niega su principal justificación. Además son contratos reales, es decir que producen totalmente sus efectos solamente después de haberse perfeccionado con la entrega de la cosa que representa el objeto.

4. La venta condicionada depende siempre de una de las partes que se encuentra con un derecho, pero no con una obligación. Esta característica es muy diferente y poco adaptable al espíritu de los Swaps que sin embargo imponen la devolución de los importes inicialmente transferidos. Solo la parte sobre la cual recae el encargo de las condiciones puede ser la causa del desarrollo de la operación y eso crea una situación de incompatibilidad con los Swaps. Aunque a primera vista pueda aparecer aceptable referirse al contrato de venta para los Swaps de divisas en Euro, no lo es si se trata de Swaps que tiene como objeto dos divisas extranjeras. Otra incompatibilidad es que en el contrato de Swap se crean unas obligaciones pecuniarias y en consecuencia unos

derechos personales o se concretizan mediante unas operaciones en divisas que no se integran en tales clasificaciones.

5. Los Swaps se parecen al instituto de la subrogación, en tanto se fundamentan sobre el endeudamiento de las dos partes, pero la subrogación es válida mediante acto público notarial, entonces los Swaps son incompatibles en primer lugar por el formalismo que se tiene que respetar y en segundo lugar por el hecho de que supone que la suma ingresada por el subrogante al deudor es un préstamo.

Además la subrogación tiene el solo interés de trasladar unos derechos por los cuales el acreedor subrogado era titular, así que cuando los pagos están realizados, cada parte se encuentra acreedora por el importe de la deuda a la que estaba inicialmente sujeta; esta situación no se puede aplicar en el caso de los Swaps porque significaría decir que las dos partes habrían pagado los gastos de endeudamiento que tuvieran inicialmente.

6. En España existe la idea de que el Swap tiene naturaleza jurídica de permuta, además el legislador traduce Swap como “permuta financiera”, pero en la permuta las partes se obligan a intercambiarse recíprocamente cosa por cosa o derecho por derecho, y los pagos del Swap no se pueden considerar cosas o derechos. Por consiguiente, la causa y el objeto de los dos tipos de contratos son distintos.

7. La diferencia principal del reporto con el Swap, es que el primero es un contrato real puesto que logra perfeccionarse con la entrega de los títulos, y en caso de incumplimiento de las dos partes el reporto deja de tener efecto y no hay devolución de lo que se ha dado, es un contrato que tiene por objeto cosas fungibles, ya sea títulos al portador o nominativos, públicos o privados. Deben ser fungibles, es decir ser factibles de sustituirlos por otros de la misma especie, cantidad y calidad. Nominativo ya que está individualizado. Traslato de dominio, puesto que la propiedad de los títulos de crédito es objeto de transferencia entre el reportador y reportado, estos principios no se puede aplicar a los Swaps.

8. En el contrato de suministro una de las partes se obliga, a cambio de un precio, a realizar a favor de la otra, prestaciones periódicas o continuadas de cosas. En el Swap no hay una prestación a cambio de un precio, sino dos prestaciones distintas de dinero.

9. La comparación con futuros se resuelve rápidamente diciendo que en España hay un Real Decreto 1814/91, de 20 de diciembre, que al regular los Mercados de Futuros y Opciones, no incluye a los Swap, los cuales, así como el resto de derivados

financieros, se consideraban contratos “OTC”, negociados a través de mercados creados por market-makers.

10. En la compraventa hay uno de los contrayentes que se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente, sin precio la venta sería nula, además el objeto de la prestación del comprador es determinado, todo esto no puede aplicarse a los Swaps.

11. También el contrato de seguro tiene fuertes similitudes con los Swaps, pero la noción de riesgo usada difiere de la propia del contrato de seguro. Además el quantum de la indemnización necesita en contrapartida una prima prefijada *ab initio*. Es decir las consecuencias económicas del evento futuro son objeto de una valoración previa y esta estimación será la base para el cálculo de la prima y que el hecho futuro sea fortuito.

Todo esto nos hace decir que parece que falten normas sobre los Swaps. Existen normas contables, fiscales, de negociación sobre la quiebra nacional e internacional, sobre la comercialización, además de la normativa aplicable por el simple hecho de que se trata de un contrato. El problema consiste en determinar si la normativa vanguardista del “Common Law” nos sirve como users del “Civil Law”. El verdadero riesgo es el de importar directamente normas o contenidos de master agreements norteamericanas o anglosajones sin hacerlas pasar previamente por el “filtro” de las raíces jurídicas españolas. Esta situación provoca que a veces se recurra a las normas que ya existen, es decir, a normas del “Common Law”, las cuales se importan sin verificar la compatibilidad con las bases de nuestras instituciones en las que se integran, lo que sucede frecuentemente es que la integración no es jurídicamente perfecta y se recurre “a la excepción de la regla general”; se está creando así un sistema de reglas excepcionales que tratan de disciplinar el campo económicamente más importante del Derecho Privado actual: el mercado financiero.

Si el sector iusprivatístico se mueve sobre la base de los contratos, si, en otras palabras, las normas de Derecho Civil y Mercantil del ordenamiento español, no contemplan los temas jurídicos de base, y por otro lado cuando lo hacen, provocan el problema de la continua excepción a la regla del Derecho Civil, quizás deberíamos considerar el concepto de atipicidad de un modo más flexible en relación a estos contratos. Se puede todavía considerar atípico un contrato no regulado por la ley pero si por las partes de modo homogéneo en los distintos mercados mundiales.

Puede ser que esta calificación de Swaps en contrato *sui generis* sea un “testigo” del retraso del derecho respecto a la modernidad de la economía. ¿No sería mejor reconocer la realidad antes de forzar el derecho con la previsión y la confusión de las nociones? Fraccionar los contratos de Swaps en una infinidad de contratos distintos sin tener en cuenta sus particularidades, en tipo de contratos preexistentes, esta no es la solución. Hay que valorar los puntos conocidos para unificarlos y darles una definición y un régimen que reflejen lo mejor posible la intención de las partes. Hacer de los Swaps una familia de contratos *sui generis*, es dar un primer paso hacia la creación de un derecho de los mercados financieros en España.





## BIBLIOGRAFIA

AGOSTINELLI, R.: "Struttura e funzioni dei contratti di Swap", en BBTC, num II, 1991, pgs. 437-442.

- "Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria", en BBTC, num I, 1991, pgs 10 y ss

- "Le operazioni di Swap e la struttura contrattuale sottostante", en BBTC, enero/febrero, num I, 1997 pgs 112-134

ALVARADO PORRES, J.R.: *El Contrato de Reporto como Contrato Bancario*, Universidad Francisco Marroquín, Facultad de Derecho, Guatemala, 1990, pg. 1 y ss

ALBALADEJO, M.: *Derecho Civil, Tomo II, Derecho de Obligaciones*, Bosch, Barcelona, 2004

ALBRETCH: "Regulation of exchange-traded an OTC derivatives: the need of comparative institution approach", en Journal of Corporation Law, num 21, otoño 1995, pgs 111 y ss

ALONSO PEREZ, J.L.: "El Swap en las operaciones de activos", en Las operaciones Swap como instrumento para mejorar las empresas, Instituto de Empresa, Madrid, 1995, pgs. 175-181

ALONSO SOTO, R.: "La permuta financiera", en Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero, Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Madrid, 1990, pgs. 431-452

- "Consideraciones sobre la noción de siniestro en la nueva Ley de Contrato de Seguro", Verdera, Comentarios LCS, vol. I, pgs 201 y ss

ANTL, B.: "Long term Forward contracts", Euromoney Publications Special Financing Report, 1986, pgs 41 y ss

- "Mechanics and key characteristics", Euromoney Publications Special Financing Report, 1986, pgs 5 y ss

- "Parallel loans, Swaps and foreign exchange contracts", Euromoney Publications Special Financing Report, Londres, 1983, pgs 4 y ss

ARTZ, M.: "La suspension du contrat à exécution successive", Chronique, París, 1979, pgs 95 y ss

ASCARELLI, T.: "Sulla portata sociale della nostra giurisprudenza in materia monetaria", en Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, 1951, pgs 445 y ss

- *Problemi giuridici*, vol II, Giuffré, Milán, 1959

ASSOCIATION DES TRESORIERES DE BANQUES, Revue Banque, n°448, marzo 1985;

AUBERT, J.L.: "Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat", L.G.D.J., París, 1970, pg 377

AUBRY, C., RAU C.F.: *Droit Civil français*, Librairies Techniques, 6a edición, París, 1980

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS: "Recent Innovation in International Banking", abril 1986, pgs 37 y ss

BANKERS TRUST: "The international Swap market", Euromoney Publications Corporate Finance, septiembre 1985, pgs 2 y ss

BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE: *Les contrats d'échange de taux d'interet et de devises*, Conferencia organizada por la asociación Luxemburguesa de los juristas bancarios 25 y 26 de septiembre de 1985 en Luxemburgo

BARCELO DOMENECH, J.: "La anulación del contrato de Swap por error en el consentimiento", Revista de Derecho Privado, Madrid, Jul-Aug, 2012, pgs 3-46

BATALLER GRAU, J.: "La proteccion del asegurado en el ordenamiento jurídico español", RDPat, 2005, pgs 87-99.

BENABENT, A.: "La chance et le droit", L.G.D.J., n°62, París, 1973, pgs 44 y ss

BERGER, K.P.: "Der Aufrechmungsvertrag", Jus Privatum, Mohr,Tubingen, 1996, pgs 22-30

BERTRAND, E.: "De l'ordre économique à l'ordre collectif", Etudes Ripert, París, pgs 160 y ss

BIANCA, M.: *Diritto Civile III, Il contratto*, Giuffré, Milán, 1984

- *Diritto Civile, IV, La obbligazione*, Giuffré, Milán, 1990

- *La permuta*, en Trattato di Diritto Civile, vol VII, 1, 2a ed., Cedam, Padua, 1993

BIANCHI D'ESPINOSA, L.: *I contratti di borsa. Il riporto*, en Trattato di Diritto Civile e Commerciale (dirigido por Cicu y Messineo), Milán, 1969

BICKSLER, J. CHEN A.M.: "An economic analysis of interest rate Swaps", The Journal of Finance, Nueva York, Julio 1996, pgs 645 y ss

BIGIAMI, W.: *I contratti in generale. I contratti atipici*, II, tomo 2, dirigido por Alfa y Bessone, Cedam, Padua, 1991

BIGOT DE PREAMENEU, C.: "Comentaire à l'article 1110", Frenet, T.XIII, París, 1989, pgs 223 y ss

BLOXHAM, P.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", 1986 a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 octubre 1986, pgs 215 y ss

BO, F., VECCHIO, C.: *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Il Sole 24 Ore Libri, Milán, 1997

BOCK, D.: "Currency Swaps: a borrowing technique in a public policy context", World Bank Economic Review, 1984, pg 25

BOSCH, U.: "Finanztermingeschäfte in der insolvenz zum netting im insolvenzverfahren", en Zeitschrift für Wirtschafts – und Bankrecht, Wertpapier Mitteilungen, 1994, pgs 42-43

BOSELLI, A.: "Rischio , alea ed alea normale del contratto", en Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, 1948, pgs. 769-771

- *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Utet, Turin, 1952

- voz "Alea", en Novissimo Digesto Italiano, 1958, pgs 473-474

BOULART, P.A, ORTIZ, M.: "La nature juridique des opérations de Swap", Les Cahiers de l'IDEF, Banque de France, n°27, pgs 83 y ss

BOULART, P.A., CHABERT, P.Y: *Les Swaps: Technique contractuelle et regime juridique*, Masson, París, 1992

BOULART, P.A.: "L'article 8 de la Loi du 11 Juillet 1985 légalisant les marchés à terme sur taux d'intérêts, ou la confusion érigée en principe législatif", comentario legislativo, París, 1985, pg 89

- *Le régime juridique des échanges de taux d'intérêt (Swaps)*, Tesis de doctorado, París II, presentada el 11 de mayo de 1987

BOYER, A.: Encyclopedie Dalloz, 2a edición a ver "Contratos y convenciones", París, 1996, pg 204

BROWN, C. "Fast Forward to the future " en International Financial Law Review, junio 1995, pgs 34-36

BROWN, J. T.: "Operations d'échange de taux d'interets et de devises: Swaps, analyse juridique et fiscale en droit anglais et en droit français", intervención en la Conferencia del Luxemburgo, Journal de Droit des Affaires Internationales, n°3, 1985, pgs 304 y ss

- "Les échanges de devises et de taux d'intérêts entre entreprises (Swaps): analyse juridique et fiscale en droit anglais et en droit français", Journal de Droit des Affaires Internationales, n°3, 1985, pgs. 298 y ss

- *Composte currencies, Financing, Accounting and Invoicing*, Feduci, París, 1977.

- "ECU devant les tribunaux", *Eurépargne*, febrero, 1985, pgs 297 y ss

CAIANIELLO, V.: "Commento all'art 1467", en *Nuova Rassegna di Giurisprudenza sul Codice Civile* (dirigido por Ruperto y Sgroi), Milán, 1994, pgs 1664 y ss

CALANDRINI, C., CAVALIERI, E.: *Il bilancio di esercizio degli enti creditizi* (dirigido por Cavalieri, D.), Utet, Turin, 1993

CAMPO RAVEGNA, J.A.: "Análisis y valoración de las Swapciones", *Actualidad Financiera*, agosto 1996, pgs 21-28

CAMPO Y CERVERA, J.: "Las permutas financieras o Swaps" *Boletín ICE Economico* (25 febrero – 3 marzo 1991), pgs. 663-664

CANARIS, C.-W.: "Funktion, Struktur und Falsifikation juristischer theorien", en *Juristen Zeitung*, 1993, Vol 48, pgs 1 - 25

CANO RICO, J.R.: *Manual práctico de contratación mercantil*, T.II, Contratos bancarios, financieros y sobre títulos-valores. Madrid. Tecnos, 4ª ed., 1999

CANLE, J.I.: "Concurso de acreedores y Swap de tipos de interés", *Anuario de Derecho Concursal*, Aranzadi, Enero-Abril, 2011, pg. 353

CANTA J., DURET L.: "Revista de Derecho del Mercado de Valores", n. 9, Madrid, 2011, pg 319

CAPITANT, H.: *De la cause des obligations*, 3a ed., Dalloz, París, 1927

CAPRIGLIONE, F.: "Gli Swaps come valori mobiliari", *BBTC*, I, 1993, pgs.792-797

CAPUTO NASSETTI, F., ROSSI, A.: "Profili giuridici del mercato degli Swaps di interessi e di divise in Italia", en *BBTC*, vol I, num 59, 1993, pgs 90 y ss

- *Profili civilistici dei contratti derivati finanziari*, Giuffré, Milán, 1997

CARBONNIER, J.: *Droit Civil*, Enciclopedia Dalloz, n°44, París, 1989

- *Droit Civil, Les Biens*, PUF, n°10, París, 1990

CASTAN TOBEÑAS, J.: *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo IV, Derecho de las Obligaciones, revisado por Ferrandis Vilella, José, Reus, S.A., Madrid, 1985

CATALA-FRANJOU, N.: "Nature juridique du droit de retention", *R.T.D.Civ.*, Sirey, París, 1967, pgs 9-44

CATALANO, F.: "Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di ) disciplina italiana", en Il Foro Italiano, parte cuarta, vol CXV, 1992, pgs 318 y ss

CATAUDELLA, A.: "Intuitus personae e tipo negoziale", en Scritti sui contratti, Padua, 1998, pgs 75 y ss

CAVALLO BORGIA, R.: "Le operazioni di rischio di cambio", en Contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario, (dirigido por Galgano), Turin, 1995, pgs 2405-2408

- "Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio", en Contratto e Impresa, 1988, pgs. 393 y ss

CEA GARCÍA, J.L.: "Los nuevos instrumentos financieros y la gestión financiera moderna", Actualidad Financiera, núms. 45-46, pgs. 3007 y ss

- "Panorámica contable de los nuevos instrumentos financieros", en papeles de la Economía. Perspectivas del Sistema financiero y reformulación de los criterios contables clásicos de los instrumentos tradicionales, Comunicación presentada al VIII Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Sevilla, 1995, pgs 142-179.

CEDRAS, J.: "L'obligation de négociier", R.T.D.Com., Sirey, París, 1985, pgs 265-290

CHABAS, F.: "Les contrats à exécution successive", R.T.D.Com., París, 1982, pgs 419 y ss

CHABERT, P.Y.: "The Legal Treatment of Swap Transactions in France", en Law and Policy in International Business, Vol. 21, num.1, París, 1989, pgs 177 y ss

CHAMOUX, F.: "La loi du 12 juillet 1980: une ouverture sur de nouveaux moyens de preuve", J.C.P. (1981.I.13008), 1981

CHIOMENTI, F.: "Cambio di divise a termine", en Rivista del Diritto Commerciale I, Padova, 1987, pgs. 45-50

CIRCULAR ABI, serie legal, num. 34 de 2 de noviembre de 1998.

CIRILLO, A.: *Nifs, Swaps ed Options Operazioni bancarie innovative*, Cedam, Padua, 1990

- *Swaps ed Options. Operazioni bancarie innovative*, Cedam, Padua, 1990

COBO PLANA, J.J.: "Diario Concursal", Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, pgs 18-20

CODIGO "ISDA" 1985 y 1986, publicado por la International Swap Dealers Association, Nueva York (varias secciones)

COELHO, P.: *La quinta montaña*, Planeta, Barcelona, 1996

- *L'alchimista*, Mondadori, Milán, 2002

COESSEN, N.: "La suerte de los contratos de cambio interbancarios en caso de insolvencia de una de las partes contratantes", *Revue de Droit des Affaires Internationales*, nº3, 1986, pgs 315 y ss

COHEN-TANUGI, L.: *Le droit sans l'Etat*, Presse Universitaire de France, París, 1985

COLOMBO, G.: *Il bilancio di esercizio. Struttura e funzione*, Cedam, Padua, 1990

CONFÉRENCE DU LUXEMBOURG, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el "Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), sobre las "operaciones de cambio y de tipo de interés e de divisas en derecho continental", el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo, pgs 129 y ss

CONTAMINE-RAYNAUD, M: *L'intuitu personae dans les contrats*, Tesis París II, 1974

CORRADO, R.: *I contratti di borsa*, en *Trattato di Diritto Civile Italiano* (dirigido por Vassalli), Unione Tip. Editrice, Turin, 1960

COSTA I RAN, L., FONT VILALTA, M.: "Divisas y riesgos de cambio", ed. ESIC, Madrid, 1995, pg. 35

COSTA I RAN, L.: "El contrato de permuta financiera (Swap agreement). Su configuración jurídica y estructura documental", en *Revista Jurídica de Cataluña*, Barcelona, 1988, pg 60

- "Estrategias OTC para la gestión del riesgo de precio en materias primas: el commodity Swap", *Actualidad Financiera*, núm. 9 (marzo 1993), Madrid, pgs 53-69

COTTINO, G.: "Del contratto estimatorio. Della somministrazione", en *Commentario Scialoja e Branca*, Bolonia-Roma, 1970, pgs 47-51, 138-140

- "Del riporto. Della permuta", en *Commentario Scialoja e Branca*, Bolonia, Roma, 1970, pgs 93-132.

COVADONGA RODRIGUEZ, B.: "El sistema financiero Español: mercados, sistemas de compensación y liquidación, supervisión", Madrid, febrero 2004, pgs 233 y ss

CUCINOTTA, G., MORETTI, E.: *Strumenti della nuova finanza: domestic interest rate Swaps, warrant, cap, floor, collar, Commercial Paper, opzioni, prestiti convertibili*, NIS La nuova Italia scientifica, Roma, 1988

CUENCA GARCÍA, A.: *Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones en la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000

- "El mercado de Futuros y Opciones sobre cítricos", [www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista\\_08/art2-rev8.pdf](http://www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista_08/art2-rev8.pdf), Valencia, pgs 7-9

- *Régimen Jurídico de las opciones sobre acciones en el mercado español de opciones y futuros*, Comares, Granada, 1999

CUESTA RUTE, J.M.: "Forma y prueba del contrato de seguro", LL, 1982-3, pgs. 135-141

CULP, C., MCKAY, R.: "Regulating derivatives: the current system and proposed changes " en CATO regulation, the review of Businesses & Government -en [http: www.cato.org/pubs/regulation/ reg17n4bhtml](http://www.cato.org/pubs/regulation/reg17n4bhtml)

CUÑAT EDO, V., BALLARÍN HERNÁNDEZ, R.: *La Ley del Mercado de Valores*, 2ª ed, Aranzadi, 2002

CUNNINGHAM, D.P.: "Interest Rate and Currency Swaps", Corporate Law and Practice, Course Handbook Series, nº505, pgs 248 y ss

DE CASTRO Y BRAVO, F. *El negocio Jurídico*, Ed.Civitas, Madrid, 1985

DE LA TORRE GALLEGOS, A.: "Permutas financieras de índices bursátiles: equity Swaps", Actualidad Financiera, núm.12 (21-27 marzo 1994), pg. 203

- *Operaciones de permuta financiera (Swaps)*, Ariel, Barcelona, 1996

DEL BARRIO TELLADO, M.J.: *Aspectos contables de las operaciones de permuta financiera y comercial: Swaps y Barter*, Aecae, Madrid, 1998

DELEBECQUE, P.: *Les clauses allégeant les obligations*, Thèse Aix, 1981

DEPREZ, J.: "La lesión en los contratos aleatorios", R.D.T. Civ, París, 1955, pgs 22 y ss

DI GIANDOMENICO, G.: "I contratti aleatori", en *Giurisprudenza Sistemica Civile e Commerciale* (dirigida por Bigiavi), Turin, 1988, pg 87

DÍAZ RUIZ, E., LARRAGA, P.: "Productos financieros derivados y mercados organizados", Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo de 15 a 19 julio de 1996. Introducción de Sánchez Andrés, "Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados", pg 12

DIAZ RUIZ, E.: " El contrato de Swap", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, octubre-diciembre 1989, pgs. 733-806

- *Contratos sobre Tipos de interés a Plazo (FRAs) y Futuros Financieros sobre Intereses*, Civitas, Madrid, 1993

DIERCKX, F.: "Les opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises en droit belge", intervenio en al Conférence du Luxembourg, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el "Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), sobre las "operaciones de cambio y de tipo de



interés e de divisas en derecho continental”, el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo, pgs 129 y ss

DÍEZ-PICAZO, L.: *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial I*, Madrid, Tecnos, t. I., 1987

- *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Madrid, Tecnos, t. I, 1972

- *Instituciones de Derecho Civil*, Vol II, Derecho Reales, Madrid, 1998

DISPOSICION Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 28 de noviembre, de reforma de la LMV

DISPOSICION cuarta de la Resolución de la Dirección General del Tesoro de 17 de febrero de 1984

DOHM, J.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", 1986, para Suiza a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 octubre 1986, pgs 215 y ss

DUCE SANCHEZ DE MOYA, I.: “El contrato de Swap”, en Contratos bancarios y financieros, Cuadernos de Derecho Judicial, CGDJ, XXIII, Madrid, 1993, pgs 483 y ss

ENCICLOPEDIA DALLOZ, Droit Civil, palabra "gage", n°8, Dalloz, París, 1991

- palabra "obligations", n°44, Dalloz, París, 1991

- palabra "subrogation", n°1, Dalloz, París, 1991

ENGEL, A.: "Produits dérivés - Afgeleide Producten", Actas del seminario de 1er de octubre 1998, organizado por la Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier-Belgium (AEDBF Belgium), Bruselas, 1999

EUROMONEY PUBLICATIONS CORPORATE FINANCE: "The international Swap market", sponsored by Banker Trust, septiembre 1985, pgs 6 y ss

EUROMONEY: "A glossary of innovations", Supplement enero 1986, pgs 129 y ss

- "Innovation in the International capital markets", Supplement, febrero 2011, pgs 99 y ss

- "Swap winners, Swap losers", Supplement enero 1986, pgs 92 y ss

- "The way into any market", Euromoney Publications, noviembre 1983, pgs 64 y ss

- “La cláusula Harship”, Special Financing Report, Londres, 1983, pg 106

FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de recursos propios*, Marcial Pons, Madrid, 1992

FERRANDIS VILELLA, J.: *Derecho civil español, común y foral*. Tomo IV, Derecho de obligaciones: las particulares relaciones obligatorias, Reus, Madrid, 1985

FERRARINI, G.: "I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale", en *I derivati finanziari* (dirigido por Riolo), Edibank, SBL Milán, 1993, pgs 40-41

FERRERO, E.: "Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari", en *Economia e Diritto del Terziario*, num 2, 1992, pgs. 409 y ss

FICK, G.M., SARDACHUCK, G.E.: "Interest rate Swaps: matches arranged for mutual gain", *CA Magazine*, Julio 1985, pgs 336 y ss

FIERRO DOMEQ, P.: "Close-Out Netting de Contratos Marco de derivados bajo el Real Decreto-Ley 5/2005. Los efectos de la modificación al artículo 16.2 introducida por la disposición final 8ª de la Ley 16/2009, de 13 de Noviembre, de servicios de pago", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, n.6, 2010, pg 255

FIORUCCI, A.: presentación organizada por la oficina de formación y documentación internacional de los "Swaps" Hotel Lutetia Concorde, París, 11 marzo 1986

FIRTH, D.C.: "Who made the first Swap?", *Inside the Swap market*, International Financing Review, Londres 1985, pgs 3 y ss

FLOUR, J., AUBERT, J.L.: *Les Obligations. 2, Sources le fait juridique*, Armand Collin, París, 1981

FLOUR, J.: "Quelques remarques sur l'évolution du formalisme", *Mélanges Ripert*., París, 1980, pgs 95 y ss

FONT VILALTA, M.: "Nuevas técnicas financieras: Operaciones Swaps", *Esic Market*, núm. 55 (enero-febrero 1987), pgs. 152-174

FRAJAT, G.: *Théorie des Obligations*, Presse universitaire de France, París, 1989

GALGANO, F.: *Diritto Civile e Commerciale*, vol II (Le obbligazioni e i contratti), Cedam, Padua, 1999

- *Lex Mercatori*, Il Mulino, Bolonia, 1993

GAMBINO, A.: *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffré, Milán, 1964

GARRIGUES, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo II, Imprenta Aguirre, Madrid, 1983

GAVALDA, C., STOUFFLET, J.: "La loi bancaire du 24 janvier 1984", *J.C.P. ed CI*, París, 1984-14379

- "Le contrat dit de factoring", *J.C.P.* 1966.I.2044. París, 1966

GAVALDA, C.: "Le factoring", *Revue de Banque*, París, 1969, pgs 502 y ss

GHESTIN, J.: "L'effet rétroactif de la résolution dans les contrats à exécution successive", *Mélanges Raynaud*, París, 1985, pgs 203 y ss

- "Cours a la Université de París DEA", París, 1985-86

- *Traité de Droit Civil, Les Obligations, Le Contrat: Formation*, 2a edición, París, 1980

GIROUX, P.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", 1986, para Francia a la Chambre du commerce international de París, el 2 y 3 de octubre 1986, pgs 215 y ss

GIULIANI, F.M.: "I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del rapporto", *Diritto e pratica tributaria*, Vol LXIII, M.3, Milán, 1992, pgs 903-910

GOOCH, A., KLEIN, B.: "Annotated Sample Agreements for Interest Rate and Currency Swaps", *Swap Agreement Documentation*, Euromoney Publications Financial Law Documentation Series, Londres, 1987, pgs 23 y ss

GOOD, R.M.: "Payment Obligations in Commercial and Financial Transactions", Sweet and Maxwell, Londres, 1983, pgs 6 y ss

GORIS, H.: "The legal aspects of Swap. An analysis based on economic substance", Graham & Trotman, London, 1994, pgs 44 y ss

GRAY, R.W., KURS, W.C.F., STRUPP, C.N.: "Structuring and documenting interest rate Swaps", *International Financial Law Review*, Oxford, octubre 1982, pgs 11 y ss

- "Interest rate Swaps", Euromoney Publications Special Financing Report, 1983, pgs 11 y ss

GRUA, F.: "Les effets de l'alea et la distinction des contrats aléatoires et des contrats commutatifs", *R.T.D.Civ.*, París, 1983, pgs 263 y ss

- *L'acte gratuit en droit commercial*, Tesis París I, 1978

GUIGNOT: *Le principe de l'autonomie de la volonté en droit privé; contribution à l'étude critique de individualisme juridique*, Tesis Dijon, 1912

HAMEL, J.: *Réflexions sur la théorie juridique de la monnaie*, Mélanges Sugiyama, 1940

HENDERSON, S.K., PRICE, A.M.: *Currency and Interest rate Swaps*, Butterworths, Oxford, 1988

HENDERSON, S.K.: "Legal documentation in interest and currency Swaps", *Swap Financing Seminar*, The Hilton International, Londres, 7 julio, minutes, 1983, pg 2 y ss

- "Legal documentation issues relating to Swaps", Inside The Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pg 75 y ss

- "Termination of Swaps under US insolvency laws", International Financial Law Review, diciembre 1984, pg 125 y ss

- "Tradability of Swaps", Swap Finance, Euromoney Publications, 2 vols Londres, 1986, pgs 177 y ss

HORNBY, A.S.: *Oxford advanced learner's dictionary of current English*, Chief editor, A.P. Cowie, word "Swap" Oxford, 1992

HOUIN, R.: *La distinction des contrats synallagmatiques et des contrats unilatéraux*, Tesis, París, 1937

[http://es.wikipedia.org/wiki/Swap\\_\(finanzas\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Swap_(finanzas))

[http://es.wikipedia.org/wiki/Directiva\\_sobre\\_Mercados\\_de\\_Instrumentos\\_Financieros](http://es.wikipedia.org/wiki/Directiva_sobre_Mercados_de_Instrumentos_Financieros)

<http://tasies.blogspot.com/2010/10/tratamiento-concursal-del-contrato-de.html>

HULL JOHN, C.: *Options, Futures and Other Derivatives*, 4th edition, Prentice Hall, Toronto, 2000

- *Options, Futures and Other Derivatives*, 5th edition, Toronto, Prentice Hall, 2003

- *Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones*, (traducción de Vicente Morales), Prentice Hall, 2a ed., Madrid, 1996

INSTITUTIONAL INVESTOR: "Swaping currencies with the World Bank", diciembre 1981, pgs. 98-101

INZITARI, B.: "Il contratto di Swap", en Contratti di commercio, dell'industria e del mercato finanziario (dirigido por Galgano), Utet, Turín, 1995, pgs. 499-505

JASPER, T.W.: "The International Swap Dealer Association (ISDA): Origins, Structure and Goals", Inside the Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pgs. 78 y ss

JESTAZ, P.: *L'obligation et sa sanction: à la recherche de l'obligation fondamentale*, Mélanges Raynaud, 1985

JOSEPH, R.: *Black's Law Dictionary: definitions of the terms and phrases of American and English jurisprudence ancient and modern*, St. Paul, Minn West, 1990

KLEIN, J., MAROIS, B.: "Gestion et stratégie financières internationales", Dunod entreprises, 1985, pgs. 35-37

KLEINER, B.: *Internationales Devisen-Schuldrecht Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden*, Zurich, 1986

LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho Civil. Derecho de Obligaciones*, Vol III, Bosch, Barcelona, 1979

LAMOTHE, P. y SOLER J.A.: *Swaps y otros derivados OTC en tipo de interés*. Mc Graw-Hill, Madrid, 1996

LAYARD-LIESCIG, R.: "Swap fever", Euromoney Publications, Supplement enero 1986, pgs 105 y ss

LE GALL, J.P.: "La fiscalité des opérations internationales de banque", Entrevista di Deauville sobre "Las operaciones internacionales de los bancos", 16 e 17 de junio de 1984, minutes, pg 98

LEAUTE, J.: "Les contrats types", R.T.D.Civ., París, 1953, pgs 98 y ss y 618 y ss

LEMBO, S.: "L'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) ed i mercati finanziari. Problemi operativi e di diritti fallimentare alla luce del nuovo Testo Unico sulla Finanza", en Il Diritto Fallimentare, julio/agosto 1998, pg 618

LEVIS, M., PECETTO, M., *I contratti di Swap: Swap di tasso e di cambio, evoluzione del mercato, regolamentazione giuridica dei contratti, valutazione finanziaria, regime fiscale e contabile*, Il Sole 24 ore, Milán, 1996

LEZARDIERE, A. DE: "Beyond the ISDA: Structural Problems and Developments", Inside the Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pgs 81 y ss

MADRID PARRA, A.: *Contratos y mercados de Futuros y Opciones*, Tecnos, Madrid, 1994

MALOY, P.: "Origins and development of the Swaps Market (Definitions and types of Swaps)", Las operaciones Swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa. Instituto de Empresa, Madrid, 1985, pgs. 17-22

MANN, F. A.: "The legal aspect of money", Oxford, Clarendon Press, 1992, pgs 195 y ss

MANSO OLIVAR, R.: *Los contratos de permuta financiera como coberturas del riesgo de tipo de interés*, Universidad Europea- CESS (Estudios Europeos, 5), Madrid, 1996

MARÍ SALVADOR, J.: "Aproximación a la valoración de Swaps", Actualidad Financiera (agosto 1996), pg. 5-15

MARTÍN MARTÍN J. L., DE LA TORRE GALLEGOS, A.: "Permutas financieras de índices bursátiles: equity Swaps", Actualidad Financiera, núm.12 (21-27 marzo 1994), pgs. 201-215

MARTIN, D.: "Le droit des entreprises en difficulté; Les lois des 1er mars 1984 et 25 janvier 1985", París, 1990, pgs 22 y ss

MARTINEZ MACHUCA, P.: "Comentarios a la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 28 de febrero de 1998 (RJ 1998, 1163)", RES, n.98, 1999, pgs. 79-83

MATER, A.: *Traité Juridique de la monnaie et du change*, Rieder, París, 1925

MATEUCCI, A.: "Il contratto di Swap", en Quaderni Giuridici della Impresa, núm. 3, 1990, pgs 30-36

MATTOUT, J.P.: "Opérations d'échange de taux d'intérêts et de devises", Revue de Banque, n°468, enero de 1987, pg 25 y ss

MELÓN INFANTE, F.: "El contrato de permuta en el Código Civil", Revista de Derecho Privado, tomo XLV, Madrid, 1961, pg 707

MESSINEO, F.: "Gli affari differenziali impropri", en Rivista del Diritto Commerciale, II, Milán, 1930, pgs 685-686

- *Il contratto in genere*, en *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, (dirigido por Cicu y Messineo), tomo, XXI, vol.1, Giuffré, Milan, 1973

- voz "Contratto (dir.priv.)", en Enciclopedia del Diritto, Milán, 1961, pgs 992-993

MESTRE, J.: "Contrats valables et contrats nuls en période de cours forcé", R.T.D.Civ., París 1986, pg 99

- "La subrogación personal", tesi L.G.D.J. 1979; Cass.Civ 9 dicembre 1863, D.1964.I.99; Cass.soc 25 abril 1984, R.T.D.Civ., París, 1985

MEYRIER, F.: "Les contrats d'échanges de devises e de taux d'interêts (Swaps)", D.P.C.I, T.12, n°1, París, Milán, Barcelona, Masson, 1986, pgs 9-32

MILLER, G.: "Making a market in slightly used Swaps", Institutional Investor, noviembre 1984, pgs 66 y ss

MINERVINI, G.: "Gli Swaps", en Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni novanta, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoles, 1993, pgs 59 y ss

MORI, M.: *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, Padua, 1990

MOUSSERA, P.: "La durée de la formation des contrats", Mélanges Jauffret, 1974, pgs 509 y ss

MOUSSERON, J.M., SEUBE, A.: *A propos des contrats d'assistance et de fourniture*, Litec, Paris, 1973

MUÑOZ PEREZ, A.F.: “El mercado de derivados OTC iniciativas de reforma”, Revista del Derecho de Mercados de Valores, n.8, La ley, grupo Wolters Kluwer, Madrid, 2011, pgs 61-62

- “El contrato Marco de Operaciones Financieras en concurso”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2012, pgs 111-130

NAQUET, A.: Rapport devant la Chambre des Députés, J.O., Déb.Parlementaires, Chambre, 1882, annexe n°1196, pgs 2210-2213

NAVARRO PEREZ, J.L.: *La Compraventa Civil*, Ed. Comares, Granada, 1993

NICOLAIDES, C.: "Overview of the 1986 “ISDA” Rate Swap Code" Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, septiembre 1986, pg 47

NICOLO, R.: voce "alea", en Enciclopedia del Diritto, vol. I, Giuffré, Milán, 1958

NSU, G.T.R.: "Assessing the risks to Swap users", Euromoney Publications Supplement enero 1986, pgs 112 y ss

NUSSBAUM, A.: *Das Geld in Theorie und Praxis*, JCB Mohr, Tübingen, 1925

O.C.D.E: "Le contrôle prudentiel des banques", Etudes Spéciales, Tendances des Marchés de Capitaux, O.C.D.E., n°35, noviembre 1986, Paris, pgs 13 y ss

OPPETIT, B.: intervención a la presentación de "les risques de change dans les contrats internationaux", organizada por la C.C.I 2 y 3 de octubre de 1986, París.

ORLANDI CONTUCI, G.: "Swaps. Profili giuridici e tassazione", en Il Fisco, núm. 45, 11-XII, 1995

PADBERG, J.C.: "Swaps under Dutch law", “Les contrats d’échange de taux d’intérêt et de devises”, Conferencia organizada por la asociación de los juristas de banco en Luxemburgo (A.L.J.B.) y el “Institut universitaire International du Luxembourg (I.U.I.L.), el 25 y 26 de septiembre 1986 en Luxemburgo

PAGET, B.: "La gestion de taux d'interet: le Swap d'interet come outil de gestion du passif des entreprises", Revue de Banque, n°461, mayo 1986, pgs 474 y ss

- "Le Swap d'interet comme outil de gestion du passif des entreprises", Revue Banque n°461, mayo 1986

PARK, Y.S.: "Currency Swaps as a long-term international financing technique", Journal of International Business Studies, invierno 1984, pgs 47 - 54

PARLEANI, G.: "Un texte anachronique: le nouvel article 109 du Code de Commerce", D.1983, ch. XII, pgs 65 y ss

PATERNOLLO, F. Y TARDINI, P.: "Il rischio di interesse in Italia, strumenti e strategie per aziende banche e investitori istituzionali", Milán, 1996, pgs. 147-148

PÉREZ DE ARENAZA, L.: "Swaps de tipos de interés y de divisas", Actualidad Mercado Financiero, núm. 7 (julio 1994), pgs.1-21

PERRONE, A.: "Contratti di Swap con finalità speculativa ed eccezione di gioco", en BBTC, 1995, II, pgs. 80 y ss

PERRONE, A.: "Gli accordi di close-out netting", en BBTC, enero/febrero 1998, pgs 22-30

PINO, A.: *L'eccessiva onerosità della prestazione*, Cedam, Padua, 1952

PLANIOL, M.: "Classification synthétique des contrats", Rev. Crit. Lég. Jur.París, 1904, pgs 470 y ss

PLANIOL, M.: *Traité élémentaire de droit civil : conforme au programme officiel des facultés de droit*, t. II, n°1037, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París, 1904

POISSON DROCOURT, E.: "Les restitutions entre les parties consécutives à l'annulation d'un contrat", París, D.1983, pgs 85 y ss

POPOVICI, A.: "Les contrats d'adhésion", Etudes de Droit contemporain, Trav.et Rech. Inst. Dr. Comp. De París, T XXXIII, París, 1970

- Presentación de las Condiciones Generales, en condiciones generales AFB para las operaciones de intercambio de divisas y/o de condiciones de interés, Collection Techniques de la Banque, Association Française des Banque, marzo 1987

PREUSCHE, R.: "Interest rate and currency Swap operations under german law", intervento en la Conférence du Luxembourg, Kumpel, Wertpapiermitteilungen, 1986, pgs 661 - 669

PRICE, J.A.M., KELLER, J., NEILSON, M.: "Exchange of borrowings", Euromoney Publications, Special Financing Report, agosto 1984, pgs 17 y ss

PRITCHARD, D.: "Swap financing techniques", Citicorp guide, Euromoney Publications mayo 1984, pg 86

QUATRARO, B.: *Il bilancio di esercizio. Problematiche civili, fiscali e penali*, Giuffré, Milán, 1989

RADICATI DI BROZOLO, L.: "Alcune riflessioni sopra la disciplina dei contratti internazionali: il caso del eurodeposito", en Rivista di diritto internazionale privato e processuale, Padua, 1985 pags 529-556

- *Operazioni bancarie internazionali e confini di leggi*, Giuffré editore, Milán, 1984.



RAMAIN, F.: "La réforme de la preuve des actes juridiques", Actualité Juridique P.I., París, 1980, pg 773 y ss

REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, *Diccionario de la Lengua Española*. Voz: préstamo. Madrid, Editorial Espasa-Calpe S.A., 20a. Edición, tomo II, 1984

REDENTI, E.: *Dei contratti nella pratica commerciale*, Cedam, Padua, 1933

REIG, B.: *La punctuation, contribution à l'étude de la formation successive du contrat*, Mélanges Jauffret, París, 1980

RESCIGNO, P.: *Manuale di Diritto Privato italiano*, Jovene P. Trimarchi, Nápoles, 1975

RICCI, R., MESSINA, C.: *La innovazione finanziaria*, Utet, Turín, 1992

RIEDINGER, T.: "Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change", París, 1986, pgs 215 y ss

RIEG, A.: "Contrat type et contrat d'adhésion", Trav. et Rech. Inst. Dr. Comp. De París, Etudes de Droit contemporain, T XXXIII, 1970

ROSS, D., ROGERS, W.: "The "ISDA" Code of Swaps", Inside the Swap Market, International Financing Review, Londres, 1985, pgs 81 y ss

ROSSELL I PIEDRAFITA, C.: *Aspectos juridicos del contrato internacional de Swap*, Barcelona, 1999.

ROTONDI, M.: *Istituzioni di diritto Privato*, Cedam, Padua, 1954

ROUSSEL, M.: *Rapport national sur les contraintes à l'utilisation des techniques de gestion des risques de change*, París, 1986

SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: Sobre las orientaciones del proyecto de Real Decreto para la "Representación de Valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles", RGD, 571, Valencia, 1992, pgs. 2843-2851

SANCHEZ CALERO, F.: "Ley de Contrato de Seguro. Comentario a la Ley 50/1980, de 8 de octubre, y a sus modificaciones", Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 1999. pgs 90 y ss

SANCHEZ CALERO, F. y SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *Comentario a la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Aranzadi, Navarra, 2003

- *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. II, Aranzadi, Navarra, 2011

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L.: "Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y Swaps". Madrid, Instituto de

Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, 1996, pgs 28 y ss

SANCHEZ PAREDES, M.L.: “Los contratos de permuta financiera de intereses y de arrendamiento financiero en el concurso de acreedores (SJM 4 Barcelona 28-9-2009), Anuario de Derecho Concursal, Madrid, n.2, 2010, pg 404

SANTOS BRIZ, J.: *Tratado de Derecho Civil*, Tomo III, Barcelona, 2003

SANZ CABALLERO, J.I.: *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Barcelona, 2000

SAVETIER, R.: "La stabilisation du franc et les clauses ayant tendu à remédier à l'instabilité de la monnaie", J.C.P.1928.I.953

SCALFI, G.: "Considerazioni sui contratti aleatori", en *Rivista di Diritto Civile*, 1960, pgs 114 y ss

SCHMIDT, J.: "La sanction de la faute précontractuelle", R.T.D.Civ., París, 1974, pgs 46-73

- "Négociation et conclusion des contrats", Manuel de Dalloz de Droit Usuel, París, 1982

SEUBE, A.: "Les conditions générales des contrats", *Mélanges Jauffret*, París, 1977, pg 172

SHAFFER, G.: "ZinsSwaps un Zinscaps als Differenzgesellschaft gem.762, 764 BGB", en *Zip*, 1986, pgs 1305-1306

SLATER, K.: "Interest rate Swaps catch on at banks, thrifts", *American Banker*, 4 Mai 1983, pg 3

SOUSI-ROUBI, B.: "Le contrat d'échange", R.T.D.Civ., París, 1978, n°21, 24, pgs 257-291

SQUILLACE, N.: “La legge 2 gennaio 1991, n.1 e i contratti di Swaps” en *Giurisprudenza Commerciale II*, enero-febrero 1996, pgs 85 y ss

STOAKES, C.: "Standardising Swap documentation", *International Financial Law Review*, Euromoney Publications, marzo 1985, pgs 11 y ss

- "The London interbank Swaps Code", *International Financial Law Review*, octubre 1985, pgs 6 y ss

TAPIA HERMIDA, A.J.: “Jurisprudencia de Audiencia Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.115, Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Valladolid, Julio-Septiembre 2009, pg. 236

- "Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, n.120, Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Valladolid, Octubre-Diciembre 2010, pgs 292-293

TARTAGLIA, P.: *Eccessiva onerosità ed appalto*, Giuffré, Milán, 1983

TAUFFLIEN, C.M.: "Les options de Swap d'intérêts: technique de couverture par les entreprises", Revue de Banque, n°468, enero, 1987, pgs 60 y ss

TAYLOR, S.W.: "Currency Swaps and related transactions" TGI Nevers, 11 abril 1973, pg 248

TEMARIO DE DERECHO CIVIL JUDICATURA, *Obligaciones y Contratos* (Volumen II), Editorial Carperi, Madrid, 2006

TERRE, F.: "L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications", París, LGDJ, 1957, pg 77 y ss

TREMANTE, L.: "La compensazione nelle operazioni internazionali di Swap", en I derivati finanziari (dirigido por Rolo), Milán 1993, pgs 114-116.

TRIMARCHI, P.: *Istituzioni di Diritto Privato*, Giuffré, Milán 1973

TRUMPLER, H.: "Die Differenzgeschäfte nach dem BGB und dem Borsengesetz", en Zeitschrift (dirigido por Goldschmidt), vol. 50, Múnaco, 1901, pgs 395-407

URÍA, R.: *Dret Mercantil*, Marcial Pons, Madrid, 1995

URIA FERNANDEZ, F.: "El Régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual: estado de la cuestión", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Madrid, 2010, pgs 59 y ss

USMEN, N.: "Currency Swaps, financial arbitrage and default risk", en Financial Management, vol 23 núm 2, 1994, pgs 47 y ss

VALSECCHI, E.: "Il gioco e la scommessa: la transazione", en Trattato di Diritto Civile e Commerciale (dirigido por Cicu y Messineo), Giuffré, Milán, 1986

VAZQUEZ BARROS, S.: *Contratos de Compraventa y Permuta*, Tecnos, Madrid, 2003

VECCHIO, C., VITALI, E.: "Profili civilistici, valutari e fiscali dell'interest rate Swap", en Bollettino Tributario d'informazione, num 17, 15-IX-89, pgs 1700 y ss

VEGA VEGA, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002

- *El contrato de Permuta Comercial (Barter)*, Editorial Reus, S.A., Madrid, 2011

VEIGA COPO, F.: *Condiciones en el contrato de seguro*, Comares, Granada, 2005

VIATTE, J.: "La preuve des actes juridiques, commentaire de la loi du 12 juillet 1980", Gaz.Pal., París, febrero, 1980, pg 581

VICENT CHULIÁ, F.V.: *Introducción al derecho mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2003

WALMSLEY, J.: "Interest rate Swaps: the hinge between money and capital markets", the banker, abril 1985, pg 37

WATKINS, J.A.: "Legal Issues in Currency Swaps" en International Financial Law Review, 1983, pgs 108 y ss

- "Legal Issues and documentation", Swap Financing Technique, Special Financing Report, Euromoney Publications, Londres, 1983, pgs 106 y ss

WATTS, D.: "The structure and mechanics of interest rate and currency Swaps", International Financing Review, Londres, 1985, pgs 20 y ss

WEILL, A., TERRE, F.: *Droit Civil, Les Obligations*, Dalloz, París, 1986

WEILL, A.: *Droit Civil, Les Obligations*, 3ème édition, Dalloz, París, 1986 n°367 e 371

WHITTAKER, J.: "Interest rate Swap: risk and regulation", en Economic Review of the Federal

[www .actualidadjuridica.com/aspectosjuridicosSwap-bosch-.htm](http://www.actualidadjuridica.com/aspectosjuridicosSwap-bosch-.htm)

[www.bankoa.es/tablon-anuncios/directiva-mercados-instrumentos-financieros-mifid.html](http://www.bankoa.es/tablon-anuncios/directiva-mercados-instrumentos-financieros-mifid.html)

[www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu\\_id=3&jera\\_id=52&cont\\_id=154](http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=3&jera_id=52&cont_id=154)

[www.conasev.gob.pe/SOE/SOE\\_terminologia\\_menu.asp?p\\_seccion=XIV](http://www.conasev.gob.pe/SOE/SOE_terminologia_menu.asp?p_seccion=XIV)

[www.diariojuridico.com/opinion/instrumentos-financieros-confirmados-en-el-marco-de-un-acuerdo-de-compensacion-contractual-y-procedimiento-concursal.html](http://www.diariojuridico.com/opinion/instrumentos-financieros-confirmados-en-el-marco-de-un-acuerdo-de-compensacion-contractual-y-procedimiento-concursal.html)

[www.elderecho.com/mercantil/contrato-permuta-financiera-dentro-concurso\\_11\\_186430001.html](http://www.elderecho.com/mercantil/contrato-permuta-financiera-dentro-concurso_11_186430001.html)

[www.elprisma.com/apuntes/derecho/reporto/](http://www.elprisma.com/apuntes/derecho/reporto/)

[www.ey.com/global/content.nsf/Spain/NIC](http://www.ey.com/global/content.nsf/Spain/NIC)

[www.fundspeople.com/ampliado/27095/MiFID-2-el-refuerzo-de-la-proteccion-del-inversor](http://www.fundspeople.com/ampliado/27095/MiFID-2-el-refuerzo-de-la-proteccion-del-inversor)

[www.legorburoconsultores.es/afectados-Swaps-directiva-MIFID.html](http://www.legorburoconsultores.es/afectados-Swaps-directiva-MIFID.html)

[www.monografias.com/trabajos28/analisis-juridico/analisis-juridico.shtml](http://www.monografias.com/trabajos28/analisis-juridico/analisis-juridico.shtml)

[www.sec.gov/news/testimony/tsty0698.txt](http://www.sec.gov/news/testimony/tsty0698.txt)

ZAMORANO ROLDAN, S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2003

## RESUMEN EN INGLES

### Introduction

The topic of swaps is a wide-ranging, complex, recent topic and the centre of many discussions at present. Throughout our paper we have attempted to develop a study which is at the same time exhaustive, not omitting any detail, and speculative, opening up new lines of research and encouraging one to continue questioning. The paper was written using Italian, French, English, German, and American documents, in addition to documents from Spain.

Until now most studies of swaps have concentrated mainly on economic aspects. The first legal studies of this product belong to the field of English Common Law, whereas in the Civil Law sector there are few monographs and legal publications devoted to this contract. In fact, only 12 writers have dealt with the topic in Spanish law: Canle, Costa I Ran, Cuenca Garcia, De La Torre Gallegos, Diaz Ruiz, Fierro Domenecq, Madrid Parra, Rossell I Piedrafita, Sanchez-Calero Guilarte, Tapia Hermida, Vega Vega, and Zamorano Roldan.

The study consists of a systematic analysis for the purpose of identifying the typology, nature and legal regime of swap operations; the aim is to respond to the legal problems entailed by this contract, and there is no better solution than to note the provisions and academic opinion of our “French, Italian and English neighbours” in order to identify the typology, nature and legal regime of the swap contract in Spanish law.

In the first part of our paper, we identify the economic function, types and forms of swap, by a practical examination of the products. In the second part we determine the legal regime, analysing the personal, formal and real elements, the principal obligations, codifications, and insolvency laws governing this type of contract. In the third part, we identify the legal nature of swaps; we shall attempt to provide a definition, show the general characteristic elements, and we shall end with a comparison of swaps with the main contracts existing in the Civil Code.

### Economic Function

The swap is one of the oldest and most elementary transactional concepts; although, as a contractual formula, it is already contained in Roman law, the origin of the swap dates from earlier times. The first commercial transactions performed by man were barter transactions in which goods were exchanged.

With the introduction of money and the evolution of trade, barter gradually gave way to sale. However the development and evolution of economic activity in a society in crisis, far from bringing about the abandonment of this form, has given rise to derivative concepts which have come to satisfy social and economic needs.

In summary, it is a question of finding original solutions to present-day problems. In the light of our interpretation, it seems obvious that back-to-back loans lie at the origin of swaps. The financial swap as such arose in the early eighties to meet the need to overcome the artificial compartmentalisation of the markets and to meet the existing financial needs of businesses: when fixed exchange rates between currencies disappear, these become subject to market fluctuations, and consequently businesses often encounter difficulties in obtaining financing in the currency they are really interested in.

### **The Legal Regime**

In this part we have made an analysis of the various elements of the contract: personal elements, real elements, principal obligations, formal elements, and we conclude with the treatment of financial derivatives, and swaps in particular, in Insolvency Law.

We concentrate on summarising the part of formal elements: the CMOF. In the standard form approved in May 2009, its object is defined as follows: “The object of this Master Agreement is to establish a contractual set-off agreement and the regulation of the unique business relationship which arises between the parties, as a consequence of the performance of the transactions. Under this Master Agreement, the Parties agree to create a single legal obligation which covers all the transactions and by virtue of which, in the event of the early termination of the Master Agreement, the parties will only be entitled to claim from each other the net balance of the proceeds of the settlement of said transactions”.

The “Contrato Marco de Operaciones Financieras” (CMOF) is an independent contract which is not linked to any other transaction or banking contract existing between the parties. The purpose of the Master Agreement or CMOF is to reduce the

risk of financial entities by achieving the set-off of positive and negative settlements of all the derivative products entered into with the same natural person or legal entity.

The importance of establishing Master conditions in the negotiation of swaps derives from their characteristic bilaterality and, as they are OTC contracts, they have no specific rules. The Master Agreement establishes definitions and general conditions, and the inclusion of a swap contract under the CMOF is voluntary and this is usual practice, as it avoids having to draft and negotiate all the conditions and definitions each time a new operation is agreed. The CMOF contemplates and regulates matters relating to the time and manner in which payments are made, conditions precedent and grounds for termination, settlement systems, circumstances determining early termination, its consequences and in general everything relating to the regulation of the mutual consideration.

### **Legal Nature**

In the third part, the aim of our paper has been to translate into legal terms everything we have found in the economic observation and in the legal regime. The issue of the legal nature of the swap contract arose late and the response has been proved only partially, and the responses given have been too generic to satisfy the jurist. We then examined the legal characteristics of swap contracts: atypicality, the cause, the swap as a contract that is consensual, *intuitu personae*, unique, mutually binding and bilateral, the swap as an onerous contract, as an aleatory contract, its differences from wagers, swaps as continuous duration contracts.

Lastly we examined the differences from other typical contracts. We have analysed various contracts which have some seeming similarity to swap contracts. The study has the twofold aim of seeing whether one of the typical contracts could lend its own legal regime to swaps, the second aim is to complete its definition and understanding. We shall make a comparative analysis with: contract of pledge, reciprocal bailment, loan, conditional sale, subrogation, barter, repurchase, supply contract, sale, and contract of insurance.

This comparative technique which endeavours to reclassify swaps into different categories of contracts has the drawback that it questions the unity of concept, both economic and legal, which lies at the basis of the formation of swaps, and it ignores the fundamental elements of the intention of the parties, present in all swaps; the risk of considering different legal regimes to explain one and the same product is certainly not



a simple way and it has the disadvantage of obfuscating the overall idea, as each type and form has their particular, autonomous and independent regime.

All these considerations support our rejection of the assimilation of swaps to one of the typical contracts of the Civil Code. Swaps form a *sui generis* family of contracts. It is true that such a qualification deprives the jurist of a pre-constituted legal regime and compels him to determine the rules applicable to the contract point by point.

## Conclusions

We encounter an atypical legal terminology, and in this paper we have made a number of statements which may be debatable as in the legal aspect there are no clear and homogeneous criteria for the treatment of swaps. It is an independent contract, different from all those regulated by jurisprudence.

Atypical contracts arise as a consequence of changing economic needs which develop more quickly than the precepts contained in laws. When typical contracts are not sufficient to achieve the aims intended by the parties, the latter, having freedom of contract, create new contractual forms, which do not therefore entail an irregular evolutionary process in the field of contracting, but the normal development of economic and legal life.

Definitions of swaps are contradictory. In our paper we have examined first of all the definitions proposed by academic opinion and its lacunae, and thus we propose a new definition based on an analysis of the intentions of the parties: the legal nature of the swap may be defined as a contract that is atypical, commercial, unique, bilateral and mutually binding, onerous, consensual, aleatory, and of continuous duration, in which the parties undertake to exchange, at a future time, certain sums of money, denominated in the same or in different currencies, previously determined or determinable on the basis of objective criteria. This is an autonomous contract which enjoys a single cause, so it has its own substantiality.

All this leads us to say that it appears that regulations governing swaps are lacking. There are regulations governing accounting, taxation, negotiation on national and international insolvency, marketing, in addition to the regulations applicable by the mere fact that it is a contract. The problem is to determine whether the avantgarde regulations of Common Law are of any use to us as users of Civil Law. The real risk is of directly importing regulations or contents from American or English “Master Agreements” without first passing them through the “sieve” of Spanish legal roots. This

situation has the result that sometimes recourse is had to rules which already exist, that is, Common Law rules, which are imported without checking their compatibility with the foundations of our institutions into which they are integrated; what often happens is that the integration is not legally perfect and recourse is had “to the exception from the general rule”; a system of exceptional rules is being created which attempt to regulate the most economically important field of current Private Law: the financial market.

It may be that this qualification of swaps as a *sui generis* contract is witness to the fact that law lags behind the modernity of the economy. Would it not be better to recognise the reality rather than to force law with conjecture and confusion of notions? Making swaps a *sui generis* family of contracts is a first step towards creating a law on financial markets in Spain.

### **Bibliography**

AGOSTINELLI, R.: "Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria", in BBTC, No I, 1991, p. 10 *et seq.*

BOULART, P.A., ORTIZ, M.: "La nature juridique des opérations de Swap", Les Cahiers de l'IDEF, Banque de France, n° 27, p. 83 *et seq.*

BOULART, P.A., CHABERT, P.Y.: *Les Swaps: Technique contractuelle et regime juridique*, Masson, Paris, 1992

BOULART, P.A.: *Le régime juridique des échanges de taux d'intérêt (Swaps)*, Doctoral thesis, Paris II, presented on 11 May 1987

CANLE, J.I.: "Concurso de acreedores y Swap de tipos de interés", Anuario de Derecho Concursal, Aranzadi, January-April, 2011, p. 353

CAPUTO NASSETTI, F., ROSSI, A.: *Profili civilistici dei contratti derivati finanziari*, Giuffré, Milan, 1997

COSTA I RAN, L.: "El contrato de permuta financiera (Swap agreement). Su configuración jurídica y estructura documental", in Revista Jurídica de Cataluña, Barcelona, 1988, p. 60

CUENCA GARCÍA, A.: *Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones en la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000

- *Régimen Jurídico de las opciones sobre acciones en el mercado español de opciones y futuros*, Comares, Granada, 1999

DE LA TORRE GALLEGOS, A.: *Operaciones de permuta financiera (Swaps)*, Ariel, Barcelona, 1996

DIAZ RUIZ, E.: "El contrato de Swap", in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, No 36, October-December 1989, pp. 733-806

- *Contratos sobre Tipos de interés a Plazo (FRAs) y Futuros Financieros sobre Intereses*, Civitas, Madrid, 1993

FIERRO DOMEQ, P.: "Close-Out Netting de Contratos Marco de derivados bajo el Real Decreto-Ley 5/2005. Los efectos de la modificación al artículo 16.2 introducida por la disposición final 8ª de la Ley 16/2009, de 13 de Noviembre, de servicios de pago", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, No 6, 2010, p. 255

INZITARI, B.: "Il contratto di Swap", in *Contratti di commercio, dell'industria e del mercato finanziario* (dirigido por Galgano), Utet, Turin, 1995, pp. 499-505

LEVIS, M., PECETTO, M., *I contratti di Swap: Swap di tasso e di cambio, evoluzione del mercato, regolamentazione giuridica dei contratti, valutazione finanziaria, regime fiscale e contabile*, Il Sole 24 ore, Milan, 1996

MADRID PARRA, A.: *Contratos y mercados de Futuros y Opciones*, Tecnos, Madrid, 1994

ROSSELL I PIEDRAFITA, C.: *Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap*, Barcelona, 1999.

SANCHEZ CALERO, F. and SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: *Comentario a la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Aranzadi, Navarra, 2003

TAPIA HERMIDA, A.J.: "Jurisprudencia de Audiencia Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, No 115, Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Valladolid, July-September 2009, p. 236

- "Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, No 120, Centro de documentación Bancaria y Bursátil, Valladolid, October-December 2010, pp. 292-293

VEGA VEGA, J.A.: *El contrato de permuta financiera (Swap)*, Aranzadi, Navarra, 2002

- *El contrato de Permuta Comercial (Barter)*, Editorial Reus, S.A., Madrid, 2011

ZAMORANO ROLDAN, S.: *El contrato de Swap como instrumento financiero derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bologna, 2003



## **APÉNDICE**

### **CONTRATO MARCO DE OPERACIONES FINANCIERAS**

Este Contrato Marco de Operaciones Financieras, ha sido elaborado por la Asociación Española de Banca Privada (AEB), y protocolizado en Acta autorizada por el Notario de Madrid, D. Vicente Moreno-Torres Camy con fecha 5 de Febrero de 1997, con el número 206 de su Protocolo. La Asociación Española de Banca Privada autoriza su utilización bajo la condición expresa de que únicamente la reproducción total del mismo podrá ser acompañada de la mención "Contrato Marco de Operaciones Financieras"©

En Madrid, a -- de ----- de -----.

#### **INTERVIENEN**

##### **DE UNA PARTE:**

**XXXXXXXX**

D. XXXXXX, con NIF XXXX y D. XXXX, con DNI XXXXXX, en nombre y representación de XXXXXX., apoderados mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario D. XXXXXX, de XXX, con fecha XXX de XXX de XXX y XXX de XX de XXX, y con los números de su protocolo XX y XX, respectivamente.

##### **DE OTRA PARTE:**

\_\_\_\_\_  
D. \_\_\_\_\_, con DNI \_\_\_\_\_, en nombre y representación de \_\_\_\_\_, apoderado mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario D. \_\_\_\_\_, de \_\_\_\_\_, con fecha \_\_\_\_\_ y con el número de su protocolo \_\_\_\_\_.

Ambas partes se reconocen capacidad suficiente para este acto y, en su virtud

#### **EXPONEN**

I.- Que es voluntad de las Partes mantener una relación negocial, que se materializará en la realización de determinadas operaciones financieras, que se desea constituyan una relación negocial única que contemple como un conjunto las distintas operaciones financieras realizadas.

II.- Que a tal efecto se formaliza el presente CONTRATO MARCO DE OPERACIONES FINANCIERAS (en adelante, denominado Contrato Marco) a fin de regular las condiciones en que se efectuarán las operaciones financieras concretas dentro de esa relación negocial única, estableciendo a tal efecto las siguientes

## **ESTIPULACIONES**

### **PRIMERA.- NATURALEZA, DEFINICIONES E INTERPRETACIÓN.**

**1.1.- Naturaleza.** El presente documento (que, conjuntamente su parte dispositiva y los Anexos I y II forman una unidad) tiene el carácter de Contrato Marco (en adelante, el Contrato Marco). Las operaciones financieras (en adelante, las Operaciones) que se convengan a su amparo, mediante el correspondiente documento de confirmación (en adelante, la Confirmación) se entenderán integradas en el objeto del presente Contrato Marco, siéndoles de aplicación lo dispuesto en el mismo, sin perjuicio de las condiciones específicas que puedan contener las Confirmaciones.

El presente Contrato Marco y las Operaciones se integran en una relación negocial única entre las Partes, regida por el Contrato Marco, (conjuntamente todos ellos, el Contrato).

**1.2.- Definiciones.** Los términos que a continuación se definen tendrán el significado que en esta Estipulación se les atribuye:

***"Agente de Cálculo"*** es la Parte o Entidad designada como tal en el Anexo I.

***"Cantidad a Pagar"*** significa el importe expresado en la Moneda de Liquidación y calculado de conformidad con lo dispuesto en la Estipulación Decimocuarta, en caso de vencimiento anticipado de operaciones, por cualquiera de las causas señaladas en las Estipulaciones Novena y/o Décima.

***"Causas de Vencimiento Anticipado"*** comprende, las Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes y las Causas de Vencimiento Anticipado de Operaciones por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas, establecidas en las Estipulaciones Novena y Décima, respectivamente.

***"Contratos Financieros Determinados"*** significa, las operaciones de la misma o similar naturaleza a las reguladas por el presente Contrato Marco, que no estén expresamente amparadas en el mismo y que hayan sido contratadas con anterioridad o no al Contrato Marco.

***"Día Hábil"*** significa, cualquier día en que los bancos estén abiertos para efectuar operaciones financieras **(a)** en relación con cualquier obligación de pago o de entrega derivada de las Operaciones, en el lugar o lugares especificados para el pago y/o entrega en la confirmación de que se trate; en su defecto, en el lugar que de cualquier otro modo especifiquen las Partes y, en el caso de que no especifique ninguno, en el centro financiero de la moneda de ese pago; **(b)** en relación con las comunicaciones y/o notificaciones contempladas en la Estipulación Vigésima, en el lugar del domicilio señalado en el Anexo I por las Partes para la recepción de las mismas. A efectos del Contrato Marco y de las Confirmaciones, se considerará que el Sábado es día no hábil.

Sin perjuicio de lo dispuesto en la Estipulación Vigésima, en el caso de que la/s fecha/s fijada/s en virtud de lo dispuesto en el Contrato no coincida/n con un Día Hábil, se entenderá que la/s fecha/s se refiere/n al Día Hábil siguiente salvo que este último día pertenezca al mes natural siguiente, en cuyo caso, se entenderá como Día Hábil el inmediatamente precedente.

**"Endeudamiento Determinado"** significa, sin perjuicio de lo dispuesto en el Anexo I, cualquier obligación económica derivada de operaciones de pasivo, tales como préstamos o créditos recibidos y depósitos tomados, ya sean obligaciones presentes o futuras, ya sean obligaciones principales o accesorias, garantías o de cualquier otro tipo.

**"Entidad Especificada"** significa la/s entidad/es designada/s como tal/es en el Anexo I; si en dicho Anexo se indica filiales, se entenderá por tales, las entidades definidas en el Artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores y en el Artículo 42, del Código de Comercio.

**"Entidades de Referencia"** significa, cinco entidades financieras que designe la Parte que deba determinar el Valor de Mercado, destacadas por su volumen de negociación en el correspondiente mercado.

**"Fecha de Vencimiento Anticipado"** significa, aquella fecha fijada como tal, con arreglo a lo dispuesto en la Estipulación Undécima.

**"Garante"** significa la/s entidad/es que se indica/n como tal/es en el Anexo I.

**"Garantía"** significa, la garantía debidamente documentada o instrumentada que se especifique como tal en el Anexo I.

**Importes Impagados"** significa, en relación con las Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado, la suma de: **(a)** las cantidades cuyo pago era debido en o antes de la Fecha de Vencimiento Anticipado y no haya sido satisfecho, más, en relación con las obligaciones a liquidar mediante entrega, y que no lo hubieran sido en o antes de la Fecha de Vencimiento Anticipado, el equivalente en dinero de la valoración que tendría en el mercado el objeto de la entrega, en la fecha en que ésta debería haberse producido (cuando sea ésta la prestación debida) y **(b)** los intereses debidos desde la fecha en que el pago era debido o hubiera sido debido, con arreglo a la letra (a) anterior, hasta la Fecha de Vencimiento Anticipado (pero excluyendo ésta) al Tipo de Interés Aplicable. Los intereses se calcularán sobre la base de capitalización diaria y por los días efectivamente transcurridos y en la misma moneda que los importes debidos y no satisfechos.

Cuando se trate de una obligación de entrega, se entenderá por la valoración que tendría en el mercado, aquella que estaba vigente en la fecha en que debería haberse producido la entrega, obtenida por la Parte que deba determinarla en virtud de lo dispuesto en la Estipulación Decimocuarta, sobre la base de las cotizaciones de entidades destacadas por su volumen de negociación en el correspondiente mercado, bien sean entidades de crédito o bien intermediarios especializados en la mediación de dichas Operaciones (brokers). En el caso en el que las dos Partes deban determinarla, la valoración que tendría en el mercado para reponer o sustituir la/s operación/es que deberían haberse

liquidado mediante entrega, será la media aritmética de los valores fijados por las Partes.

**"Importe de Liquidación"** significa, el equivalente en la Moneda de Liquidación de la cantidad resultante de aplicar el Criterio de Valor de Mercado o, en su caso, de Valoración Sustitutiva, para la/s Operación/es cuyo vencimiento se haya anticipado.

El Criterio de valoración Sustitutiva sólo será aplicable a la/s Operación/es para las que no se pueda determinar un Valor de Mercado.

**"Importe Máximo"** significa, a efectos del Incumplimiento Cruzado, el especificado como tal en el Anexo I.

**"Moneda de Liquidación"** significa la peseta.

**"Operaciones"** son aquellas que se regulan por el Presente Contrato marco y que expresamente se amparan en el mismo.

**"Operaciones Afectadas"** son las Operaciones que se vean afectadas por cualquiera de las Causas de Vencimiento Anticipado de Operaciones por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas establecidas en la Estipulación Décima.

**"Partes Afectadas"** son las que se vean incurso en cualquiera de las Causas de Vencimiento Anticipado de Operaciones por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas establecidas en la Estipulación Décima.

**"Tipo de Interés Aplicable"** significa, **(a)** en relación con las obligaciones de pago asumidas en virtud de la Estipulación 3.1 del Contrato Marco que no hayan sido satisfechas por la Parte Incumplidora, el Tipo de Interés de Demora; **(b)** en relación con la obligación de pago de la Cantidad a Pagar de conformidad con la Estipulación Decimocuarta y que, siendo debidas en la Fecha de Pago determinada con arreglo a la Estipulación 15.1, no hayan sido satisfechas, el Tipo de Interés de Demora; **(c)** en relación con cualquier otra obligación de pago o entrega que debiera haberse satisfecho, el Tipo de Interés Ordinario y **(d)** en cualquier otro supuesto, el Tipo de Interés de Resolución.

**"Tipo de Interés de Demora"** significa, el tipo de interés expresado en tanto por ciento anual, que será la suma del tipo interbancario a un día en la moneda en que debería haberse efectuado el pago, y que la Parte acreedora del mismo no haya recibido, más el margen que se establece en el Anexo I. Los intereses de demora se calcularán aplicando el Tipo de Interés de Demora sobre la cantidad que la Parte acreedora no haya recibido, siéndole debida, en base al año que corresponda (360 ó 365) a la moneda en cuestión. Dichos intereses se calcularán sobre la base de capitalización diaria y el número de días efectivamente transcurridos. En el caso de que la moneda en que debería haberse efectuado el pago fuera la peseta, el tipo interbancario a un día se obtendrá del tipo medio para depósitos interbancarios no transferibles a un día, publicado por el Banco de España en el Boletín de la Central de Anotaciones, o en la publicación o medio que en el futuro le sustituya.



**"Tipo de Interés Ordinario"** significa, el tipo de interés, expresado en tanto por ciento anual, equivalente al coste en que incurriría la Parte no Incumplidora (que será la que lo calcule), si tuviera que refinanciar su posición.

**"Tipo de Interés de Resolución"** significa, el tipo de interés, expresado en tanto por ciento anual, equivalente a la media aritmética del coste en que incurriría cada una de las Partes si tuviera que refinanciar su posición.

**"Valor de Mercado"** significa, en relación con una o más Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado, una cantidad (en la Moneda de Liquidación) fijada por la Parte que, con arreglo a este Contrato Marco esté legitimada para determinarla, sobre la base de las valoraciones proporcionadas por las Entidades de Referencia. Cada valoración expresará la cantidad que esa Parte recibiría (en cuyo caso dicha cantidad deberá expresarse con signo negativo) o pagaría (en cuyo caso dicha cantidad deberá expresarse con signo positivo) por contratar una Operación con la Entidad de Referencia, que tuviera el efecto de mantener el valor económico que para esa Parte tendría cualquier pago o entrega que debiera haberse realizado a partir de la Fecha de Vencimiento Anticipado, en virtud de la Operación o grupo de ellas cuyo vencimiento se haya anticipado.

No se incluirán los Importes Impagados de las Operaciones o grupo de ellas cuyo vencimiento se haya anticipado, pero sí los pagos o entregas debidos después de la Fecha de Vencimiento Anticipado y que no se hayan efectuado por haberse fijado ésta.

La Parte que determine la cantidad, solicitará a las Entidades de Referencia que den sus valoraciones, en la medida de lo posible, en el mismo día y hora, en la Fecha de Vencimiento Anticipado o, en su caso, tan pronto como sea posible después de esa fecha. En el caso de obtener más de tres valoraciones, se calculará la media aritmética de todas ellas descartando las valoraciones que tengan el mayor y el menor valor. Si se dieran únicamente tres valoraciones, el Valor de Mercado será el valor intermedio después de haberse descartado el valor más alto y el valor más bajo. Si se dieran únicamente tres valoraciones y dos de ellas fueran iguales, el Valor de Mercado será la media aritmética de las tres valoraciones. Si se obtienen menos de tres valoraciones, se considerará que la determinación del Valor de Mercado no es posible.

**"Valoración Sustitutiva"** significa, la cantidad (en la Moneda de Liquidación) que una Parte calcule como sus pérdidas de cualquier tipo (expresadas con signo positivo) o ganancias (expresadas con signo negativo) en relación con este Contrato Marco o con una Operación o grupo de ellas cuyo vencimiento se haya anticipado, según el caso, incluyendo cualquier lucro cesante derivado del Contrato, los costes de financiación o, a la elección de dicha Parte pero sin posibilidad de duplicidad, las Pérdidas y/o costes derivados del vencimiento anticipado, liquidación, obtención o restablecimiento de cualquier cobertura o posición relacionada con la misma (o cualquier ganancia obtenida en esos casos).

La Valoración Sustitutiva incluye las pérdidas, intereses y los costes (o ganancias) en relación con cualquier pago o entrega que, debiendo haberse realizado en o antes de la Fecha de Vencimiento Anticipado correspondiente, no se haya realizado.

La Valoración Sustitutiva no incluye los gastos relacionados en la Estipulación Decimonovena de este Contrato Marco.

La determinación de la Valoración Sustitutiva habrá de hacerse en la Fecha de Vencimiento Anticipado o en el momento inmediatamente posterior en el que sea posible. La determinación de la Valoración Sustitutiva podrá hacerse, por referencia a cotizaciones de tipos o precios de mercado de una o más Entidades de Referencia en el mercado en cuestión.

**1.3.- Interpretación.** A efectos de la interpretación del Contrato Marco, en caso de discrepancia entre la parte dispositiva del Contrato Marco y su Anexo I, prevalecerá lo dispuesto en el Anexo I. En caso de discrepancia entre el Contrato Marco y lo previsto en cualquier Confirmación, prevalecerá lo dispuesto en ésta última.

## **SEGUNDA.- OBJETO DEL CONTRATO**

El objeto del presente Contrato Marco es la regulación de la relación comercial que surja entre las Partes, como consecuencia de la realización de las Operaciones que, con carácter meramente enunciativo, a continuación se relacionan:

### ***2.1.-Permutas Financieras (SWAPS):***

- \* De tipos de interés (IRS);
- \* De tipos de intereses variables (BASIS SWAPS);
- \* De divisa (CURRENCY SWAPS);
- \* Mixta de divisa y tipos de interés (CROSS-CURRENCY RATE SWAPS);
- \* De materias primas (COMMODITY SWAPS);
- \* De acciones o sobre índices de acciones (EQUITY SWAPS/EQUITY INDEX SWAPS);
- \* De cualquier tipo que se negocie en los mercados financieros.

### ***2.2.-Operaciones de tipos de interés a plazo (FRA).***

### ***2.3.-Operaciones de Opciones y Futuros, en mercados no organizados, sobre:***

- \* Tipos de interés (CAPS, COLLARS y FLOORS);
- \* Divisas;
- \*Materias Primas;
- \* Valores de Renta Fija;
- \* Valores o índices de valores de Renta Variable;
- \* De cualquier tipo que se negocien en los mercados financieros.

### ***2.4.-Operaciones de compraventa de divisas (FX), al contado (SPOT) y a plazo (FORWARD).***

### ***2.5.-Cualquier combinación de las anteriores, operación similar o cualquiera de análoga naturaleza que se especifique en la correspondiente Confirmación.***

## **TERCERA.- DESARROLLO DEL OBJETO DEL CONTRATO**

**3.1.-Obligaciones de Pago o Entrega.** Las Partes realizarán los pagos o entregas a que vengan obligadas por cada Operación, con arreglo a lo establecido en la correspondiente Confirmación, y en el presente Contrato Marco.

**3.2.-Plazo.** El plazo será esencial a todos los efectos del Contrato.

**3.3.-Forma de realizar los Pagos.** Los pagos que deban realizarse, se efectuarán en la fecha, lugar y moneda establecidos en la Confirmación correspondiente a cada Operación.

**3.4.-Forma de realizar las Entregas.** Las entregas a que vengan obligadas las Partes, se efectuarán en la fecha y en la forma y/o a través del Sistema de Compensación o Cámara que las Partes acuerden y que se especifique en la correspondiente Confirmación.

**3.5.-Carácter recíproco de las Obligaciones.** El cumplimiento de las obligaciones de pago o de entrega de cada una de las Partes, a que vengan obligadas por cada Operación, no será exigible cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias:

**3.5.1.-**Que la otra Parte haya incurrido en, o exista respecto a la misma, una Causa de vencimiento Anticipado, se haya designado o no una Fecha de Vencimiento Anticipado respecto de la otra Parte.

**3.5.2.-**Que exista alguna condición suspensiva que afecte al cumplimiento de la/s obligación/es.

#### **CUARTA.- CAMBIO DE CUENTA**

Cualquiera de las Partes podrá cambiar la/s cuenta/s designada/s para la recepción de el/los pago/s o entrega/s, previa notificación por escrito a la otra Parte, con al menos cinco (5) Días Hábiles de antelación, a la fecha de valor del pago o de la entrega correspondiente, siendo vinculante, salvo objeción razonable de la otra Parte.

#### **QUINTA.- LIQUIDACION POR SALDOS**

Las cantidades a pagar en la misma fecha y en la misma moneda en virtud de una misma Operación, se liquidarán por su saldo, salvo que las Partes acuerden un sistema distinto en el Anexo I o en las correspondientes Confirmaciones, de modo que, si las dos Partes deben hacerse recíprocamente pagos, aquella Parte cuyo importe a pagar sea mayor, quedará obligada a realizar un pago por la cantidad en exceso. Asimismo, las Partes, si así lo establecen en el Anexo I y/o en las correspondientes Confirmaciones, podrán liquidar por su saldo las cantidades a pagar en virtud de dos o más Operaciones con vencimiento en la misma fecha y denominadas en la misma o diferentes monedas.

#### **SEXTA.- INTERESES DE DEMORA. OTRAS CANTIDADES**

**6.1.-Intereses de Demora.** Cualquier retraso en los pagos con respecto a la fecha de valor establecida en la Confirmación correspondiente a la Operación de que se trate, o respecto de la fecha de valor que sea Fecha de Pago a los efectos de la Estipulación Decimoquinta, devengará intereses de demora al Tipo de Interés de Demora, sobre la

cantidad vencida y no pagada desde la fecha de valor (inclusive) y hasta la fecha en que efectivamente se realice el pago (exclusive). Los intereses de demora se pagarán en la misma moneda que la cantidad debida, y se devengarán y capitalizarán diariamente al Tipo de Interés de Demora indicado, a los efectos establecidos en el Artículo 317 del Código de Comercio.

**6.2.-Otras Cantidades.** Cualquier retraso en la obligación de entrega de valores y/o materias primas, dará lugar a indemnización, en concepto de daños y perjuicios, a favor de la Parte que resulte perjudicada, mediante el cálculo del coste financiero y/o de sustitución de los valores y/o materias primas no entregados, a partir de la fecha de valor de la entrega y hasta la fecha en que efectivamente se realice la misma.

## **SÉPTIMA.- CONFIRMACIONES**

**7.1.-Deber de confirmar.** Las Operaciones que las Partes acuerden, se confirmarán por escrito, por correo o por medio de télex, facsímil u otro sistema de mensajes electrónicos a las direcciones que, al efecto, se establecen en el Anexo I. Las Partes declaran expresamente que las Operaciones serán vinculantes desde el momento mismo en que se hayan acordado los términos esenciales de las mismas, ya sea oralmente o de cualquier otro modo. Las Partes serán responsables de enviar, comprobar la recepción y contenido de las Confirmaciones y, en el supuesto de que existan discrepancias o errores, éstos deberán comunicarse inmediatamente a la otra Parte y se intercambiarán las Confirmaciones una vez corregidas.

**7.2.-Contenido de las Confirmaciones.** Las Confirmaciones contendrán los elementos esenciales para cada tipo de Operación, así como una referencia al Contrato Marco en que se amparan.

**7.3.-Confirmaciones por Sistemas Electrónicos.** En el caso de Confirmaciones emitidas por sistemas electrónicos, éstas se ajustarán a los formatos que tengan establecidos dichos sistemas o, en su caso, en la forma en que las Partes hayan acordado. Sin perjuicio de lo establecido en la Estipulación 7.2, en este tipo de Confirmaciones, y en el supuesto en que el sistema electrónico no permita hacer referencia al Contrato Marco, se entenderá que, a todos los efectos, dichas Operaciones se realizan a su amparo.

## **OCTAVA.- MONEDA DE LA OPERACIÓN.**

**8.1.-Moneda de la Operación.** Los pagos que deban realizarse en virtud de una Operación se efectuarán en la moneda que se especifique en cada una de las Confirmaciones (en adelante, "la Moneda de la Operación").

**8.2.-Cambio de Moneda de la Operación.** Excepcionalmente, la Parte beneficiaria del pago podrá aceptar una moneda distinta a la Moneda de la Operación, en los términos que las Partes acuerden.

## **NOVENA.- CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO POR CIRCUNSTANCIAS IMPUTABLES A LAS PARTES**

Cualquiera de las Partes podrá anticipar el vencimiento de la totalidad de las Operaciones y por tanto del Contrato, con arreglo a lo dispuesto en las Estipulaciones

Undécima a Decimocuarta, cuando la otra Parte, alguno de sus Garantes o alguna de sus Entidades Especificadas, incurra en alguna de las siguientes Causas de Vencimiento Anticipado:

**9.1.-Incumplimiento de las Obligaciones de Pago y/o de Entrega.** El incumplimiento de las obligaciones de pago y/o de entrega, de conformidad con lo establecido en la Estipulación Tercera, siempre que dicho incumplimiento no haya sido subsanado en el plazo de tres Días Hábiles a partir del día en que la notificación del incumplimiento por la Parte no Incumplidora sea efectiva, de acuerdo con lo establecido en la Estipulación Vigésima.

**9.2.-Incumplimiento del Contrato.** El incumplimiento de cualquier obligación derivada del Contrato distinta de las de pago y/o entrega, y siempre que dicho incumplimiento no haya sido subsanado en el plazo de treinta (30) días naturales a partir de que la notificación del incumplimiento por la Parte no Incumplidora sea efectiva, de conformidad con lo establecido en la Estipulación Vigésima.

**9.3.-Incumplimiento respecto a la Garantía.**

**9.3.1.-** El incumplimiento por el/los Garante/s de la obligación de pago y/o entrega derivada de la Garantía.

**9.3.2.-** El incumplimiento por el/los Garante/s de cualquier obligación distinta de la de pago y/o entrega derivada de la Garantía siempre que dicho incumplimiento no fuese subsanado en el plazo previsto en el correspondiente documento de Garantía o, en su defecto, en el plazo de quince (15) días naturales a partir de la notificación por la Parte no Incumplidora, de conformidad con lo previsto en la Estipulación Vigésima.

**9.3.3.-** La extinción o suspensión de la Garantía por cualquier causa, con anterioridad al cumplimiento o extinción de las obligaciones que por el mismo se garantizan, sin el consentimiento previo y por escrito de la otra Parte.

**9.3.4.-** La impugnación de la eficacia o validez de la Garantía por una de las Partes, por el/los propio/s Garante/s o por un tercero.

**9.4.-Falsedad de las Declaraciones.** La falsedad, incorrección o inexactitud de las declaraciones realizadas por una de las Partes o alguno de sus Garantes, en relación con el Contrato o con cualquier Documento de Garantía.

**9.5.-Incumplimiento de Contratos Financieros Determinados.** El incumplimiento por cualquiera de las Partes, por cualquiera de sus Garantes o por cualquiera de sus Entidades Especificadas, de alguno de los Contratos Financieros Determinados, cuando dicho incumplimiento, una vez realizadas las notificaciones pertinentes, diera lugar a la resolución o al vencimiento anticipado de las obligaciones contraídas en virtud del Contrato Financiero Determinado.

**9.6.-Incumplimiento Cruzado.** El incumplimiento por cualquiera de las Partes, por cualquiera de sus Garantes o por cualquiera de sus Entidades Especificadas, de los contratos que constituyan el Endeudamiento Determinado cuando:

**9.6.1.-** El Endeudamiento Determinado que resulte o que pueda ser declarado deuda líquida, vencida y exigible con antelación a lo originariamente previsto en dichos contratos, como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones asumidas en virtud de los citados contratos, ascienda a una cantidad que, individual o conjuntamente considerada, sea igual o superior al Importe Máximo especificado en el Anexo I.

**9.6.2.-** Se incumplan a su vencimiento las obligaciones de pago contraídas en virtud de dichos contratos, en cantidades que, individual o conjuntamente consideradas, sean iguales o superiores al importe máximo especificado en el Anexo I.

**9.7.-Situaciones de Insolvencia.** Si cualquiera de las Partes, cualquiera de sus Garantes, o cualquiera de sus Entidades Especificadas:

**9.7.1.-** Solicitare o fuese solicitada por un tercero, según proceda, la declaración de suspensión de pagos o quiebra o procedimiento de quita y espera o concurso de acreedores, o acudiese a sus acreedores para, de alguna forma, reestructurar su deuda.

**9.7.2.-** Incurra en impago de obligaciones o promoviera contra la misma algún procedimiento judicial o extrajudicial que pudiera provocar el embargo o subasta de sus bienes, por un importe superior al establecido en el Anexo I.

**9.7.3.-** Incumpliera de forma generalizada sus obligaciones o llegara a admitir por escrito su incapacidad para cumplirlas en el momento en que fueran debidas.

**9.7.4.-** Adoptara algún acuerdo o medida con el propósito de hacer efectivo cualquiera de los supuestos anteriores.

**9.7.5.-** Si se iniciara un procedimiento judicial o se presentara cualquier escrito o demanda ante un Tribunal o Juzgado o contra cualquiera de las Partes cuyo resultado final:

(a) tenga por objeto o pueda afectar a sus bienes por un importe superior al establecido en el Anexo I; y/o

(b) tenga por objeto la designación de uno o varios comisarios, depositarios, interventores, administradores, síndicos o similares, de los bienes de cualquiera de las Partes por un importe superior al establecido en el Anexo I.

**9.7.6.-** Fuera objeto de medidas de intervención y/o sustitución por las autoridades competentes, cuando se trate de una entidad sometida a supervisión administrativa.

**9.8.-Disminución de la Solvencia Económica.** Cuando la solvencia de una de las Partes y/o de cualquiera de sus Garantes y/o cualquiera de sus Entidades Especificadas, se vea reducida sustancialmente como consecuencia de su participación, de cualquier modo, en una operación de fusión, escisión o cesión de activos y/o pasivos.

**9.9.-Extinción de la Personalidad Jurídica o Cambio del Estatuto Jurídico.** La extinción de la personalidad jurídica, cambio de la naturaleza o estatuto jurídico de una de las Partes, de cualquiera de sus Garantes, o de cualquiera de sus Entidades

Especificadas.

**9.10.-Disolución de Sociedad.** Cuando se solicite o adopte un acuerdo de disolución de una de las Partes y/o de sus Garantes o de cualquiera de sus Entidades Especificadas.

**9.11.-Otras causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes.** Las Partes podrán acordar en el Anexo I otras causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes, con los efectos que se establecen en la Estipulación 11.1.

#### **DÉCIMA.- CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DE OPERACIONES POR CIRCUNSTANCIAS OBJETIVAS SOBREVENIDAS.**

**10.1.-Prohibición o Imposibilidad Sobrevenida.** Cuando, con posterioridad a la fecha en que se haya suscrito una Operación, se modifiquen o se adopten nuevas disposiciones legales o reglamentarias aplicables a la misma o se modifique la interpretación judicial o administrativa de dichas disposiciones, de manera que resulte prohibido o imposible para cualquiera de las Partes y/o para sus Garantes (en adelante, la Parte Afectada), efectuar o recibir los pagos o entregas debidos en virtud de dicha Operación, cumplir otras obligaciones derivadas de la misma o cumplir las obligaciones derivadas de la Garantía.

Lo anterior no será de aplicación cuando la prohibición o imposibilidad se produzca como consecuencia del incumplimiento por alguna de las Partes y/o por sus Garantes de la obligación de mantener vigentes todas las autorizaciones necesarias para el buen fin de este Contrato, en cuyo caso, será de aplicación lo dispuesto en la Estipulación 9.2.

**10.2.-Cambio en la Legislación Fiscal.** Cuando con posterioridad a la fecha en que se haya realizado una Operación, se modifiquen o se adopten nuevas disposiciones legales o reglamentarias de carácter fiscal, como consecuencia de las cuales, la Parte y/o su/s Garante/s (la Parte Afectada) que haya de realizar los pagos deba practicar repercusiones, deducciones o retenciones por o a cuenta de un tributo o que de algún otro modo afecten sustancialmente a la Operación.

**10.3.-Otras causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas.** Las Partes podrán acordar en el Anexo I, otras Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas, con los efectos que se establecen en la Estipulación 11.2.

#### **UNDÉCIMA.- CONSECUENCIAS DE LAS CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO.**

**11.1.-Respecto a las Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes.** En el supuesto de que cualquiera de las Partes, Garantes y/o Entidades Especificadas incurra en una o más de las Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes establecidas en la Estipulación Novena, la Parte no Incumplidora, podrá notificar a la Parte Incumplidora el vencimiento anticipado de todas las Operaciones que en ese momento estén en vigor entre las Partes al amparo del presente Contrato Marco, fijando, al efecto, una fecha de Vencimiento

Anticipado.

***11.2.-Respecto a las Causas de Vencimiento Anticipado de Operaciones por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas.***

**11.2.1.-** En el caso en que se den uno o varios de los supuestos especificados en la Estipulación Décima, las Partes procurarán, de buena fe, llegar a un acuerdo en el plazo de treinta (30) días naturales, desde la fecha de efectividad de la notificación enviada por la Parte No Afectada a la Parte Afectada, o viceversa, proponiendo la apertura de negociaciones en orden a evitar el vencimiento anticipado de las operaciones afectadas.

**11.2.2.-** Si, en el plazo de treinta (30) días naturales establecidos en la Estipulación 11.2.1. las Partes no llegasen a un acuerdo, cualquiera de las Partes podrá notificar a la otra Partes el vencimiento anticipado de todas las Operaciones Afectadas que en ese momento estén en vigor entre las Partes al amparo del presente Contrato Marco, fijando al efecto, una Fecha de Vencimiento Anticipado.

**11.3.-** La Fecha de Vencimiento Anticipado no podrá ser anterior a la fecha de efectividad de la notificación, enviada a los efectos de esta Estipulación, con arreglo a lo establecido en la Estipulación Vigésima.

**DUODÉCIMA.- EFECTOS DE LA FIJACIÓN DE UNA FECHA DE VENCIMIENTO ANTICIPADO.**

**12.1.** Con los efectos establecidos en esta Estipulación y continúen o no existiendo cualesquiera de las Causas de Vencimiento Anticipado, en la Fecha de Vencimiento Anticipado fijada:

(a) se anticipará el vencimiento de todas las Operaciones que en ese momento estén en vigor entre las Partes por haberse producido una de las Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes establecidas en la Estipulación Novena, o

(b) se anticipará el vencimiento de las Operaciones Afectadas por haberse producido una Causa de Vencimiento Anticipado de Operaciones por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas.

**12.2.-** A partir de la fijación de la Fecha de Vencimiento Anticipado quedarán en suspenso las obligaciones de pago y/o entrega establecidas en la Estipulación 3.1, respecto de las Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado, sin perjuicio de lo previsto en otras Estipulaciones del presente Contrato.

**12.3.-** Una vez que sea efectiva la Fecha de Vencimiento Anticipado se procederá al cálculo de la Cantidad a Pagar derivada del vencimiento anticipado de las Operaciones, de conformidad con lo establecido en las Estipulaciones siguientes.

**DECIMOTERCERA.- ESTADO DE CUENTAS**



Una vez que sea efectiva la Fecha de Vencimiento Anticipado, la/s Parte/s a la/s que corresponda/n realizará/n los cálculos previstos en la Estipulación Decimocuarta y facilitará/n a la otra Parte un estado de cuentas que contenga los siguientes extremos:

(a) un detalle de los cálculos practicados, incluyendo las correspondientes valoraciones, especificando, en su caso, la Cantidad a Pagar, de conformidad con la Estipulación Decimocuarta.

(b) los datos de la/s cuenta/s en que deberá hacerse efectivo el pago de la Cantidad a Pagar.

#### **DECIMOCUARTA.- CÁLCULO DE LA CANTIDAD A PAGAR.**

##### ***14.1.-Cantidad a Pagar por el Vencimiento Anticipado de Operaciones Motivado por las Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes.***

***14.1.1.-Aplicando el criterio de Valor de Mercado.*** La Cantidad a Pagar, será igual a:

(a) la suma del Importe de Liquidación (calculado por la Parte no Incumplidora) de todas las Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado (con signo positivo si el Importe de Liquidación es a recibir por la Parte no Incumplidora y con signo negativo en caso de que la Parte no Incumplidora tenga que pagar a la Incumplidora dicho Importe de Liquidación) y el equivalente en la Moneda de Liquidación de los Importes Impagados debidos a la Parte no Incumplidora, menos

(b) el equivalente en la Moneda de Liquidación de los Importes Impagados debidos a la Parte Incumplidora.

***14.1.2.-Aplicando el criterio de Valoración Sustitutiva.*** En el supuesto en que no fuera posible determinar un Valor de Mercado, o aún siendo posible, el resultado no fuera comercialmente aceptable, la Cantidad a Pagar será una cantidad equivalente a la Valoración Sustitutiva de las Operaciones, cuyo vencimiento se haya anticipado, y respecto de las cuales no sea posible determinar un Valor de Mercado.

***14.1.3.-Normas Comunes.*** A la cantidad a pagar resultante de aplicar lo dispuesto en los apartados 14.1.1. y 14.1.2. precedentes, se sumarán, en su caso, las cantidades pendientes de pago por la parte Incumplidora, (incluyendo los intereses devengados al Tipo de Interés Aplicable), y se le restará las cantidades pendientes de pago por la Parte no Incumplidora (incluyendo los intereses devengados al Tipo de Interés Aplicable), por Operaciones amparadas por el Contrato Marco que, vencidas por causas diferentes a las de Vencimiento Anticipado, estuviesen pendientes de pago a la Fecha de Vencimiento Anticipado.

Si la Cantidad a Pagar resultante fuera positiva, la Parte Incumplidora pagará a la Parte no Incumplidora; por el contrario, si la Cantidad a Pagar resultante fuera negativa, la Parte no Incumplidora pagará el valor absoluto de esa cantidad a la Parte Incumplidora.

**14.2.-Cantidad a Pagar por el Vencimiento Anticipado de Operaciones Motivado por las Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas.** En el caso en que se anticipen los vencimientos de Operaciones como consecuencia de las Causas de Vencimiento Anticipado de la Estipulación Décima y haya:

**14.2.1.-Una Parte Afectada:** La Cantidad a Pagar se determinará con arreglo a lo dispuesto en la Estipulación 14.1. las referencias a Parte Incumplidora y a Parte no Incumplidora, se entenderán como referencias a Parte Afectada y a Parte no Afectada.

**14.2.2.-Dos Partes Afectadas:**

**I. Aplicando el criterio de Valor de Mercado.**

(a) Cada una de las Partes calculará el Importe de Liquidación resultante del vencimiento anticipado de las Operaciones Afectadas.

(b) Al Importe de Liquidación resultante más alto que denominamos X, obtenido por una Parte (la Parte X), con el signo que le corresponda, se le restará el Importe de Liquidación resultante más bajo, que denominamos Y, obtenido (con su signo) por la otra Parte (la Parte Y), dividiendo dicho resultado entre dos. Al resultado que antecede  $(X - Y)/2$ , se le sumará: el importe resultante de los Importes Impagados a la Parte X, menos los Importes Impagados a la Parte Y.

(c) Si la Cantidad a Pagar resultante de la letra (b), que antecede, fuera una cifra positiva, la Parte Y pagará a la Parte X, y si fuera una cifra negativa, la Parte X pagará el valor absoluto de esa cantidad, a la Parte Y.

**II. Aplicando el criterio de Valoración Sustitutiva.**

Cada una de las Partes determinará la Valoración Sustitutiva de la/s Operación/es cuyo vencimiento se haya anticipado. A la Valoración Sustitutiva más alta, que denominamos X, obtenida por una Parte (la Parte X), con el signo que le corresponda, se le restará la Valoración Sustitutiva más baja, que denominamos Y, obtenida por la otra Parte (la Parte Y) (con su signo), dividiendo dicho resultado entre dos  $(X - Y)/2$ .

Si la cantidad a Pagar resultante del párrafo anterior fuera una cifra positiva, la Parte Y pagará a la Parte X; si fuera una cifra negativa, la Parte X pagará el valor absoluto de esa cantidad a la Parte Y.

**14.3.-Conversión de Monedas por Razón del Cálculo de la Cantidad a Pagar.**

**14.3.1.-** El cálculo de la Cantidad a Pagar se practicará en la Moneda de Liquidación.

**14.3.2.-** En el supuesto de que una cantidad que debiera integrarse en la Cantidad a Pagar no estuviera denominada en la Moneda de Liquidación, ésta se calculará por la Parte legitimada a tal efecto, de conformidad con lo establecido en esta Estipulación, en función del tipo de cambio de esa otra moneda, respecto a la Moneda de Liquidación, en la Fecha de Vencimiento Anticipado (o en su caso, en una fecha

posterior si el Valor de Mercado o la Valoración Sustitutiva se determina en una fecha posterior). El tipo de cambio de la Moneda de Liquidación será el tipo de cambio de contado (Spot), que proporcione una entidad de crédito o mediador en los mercados de FX (broker), destacados por su volumen de negociación en el mercado de la divisa en cuestión, para la compra de esa otra moneda contra la Moneda de Liquidación aproximadamente a las 11:00 a.m. en la ciudad en la que se encuentre la entidad que efectúe la cotización y en la fecha en que habitualmente se determine el tipo para la compra de esa otra moneda, con valor Fecha de Vencimiento Anticipado (o posterior). La entidad que proporcione la cotización será seleccionada de buena fe por la Parte que, con arreglo al Contrato esté legitimada para calcular la correspondiente cantidad, y en caso de que les corresponda a ambas Partes, será seleccionada por acuerdo entre las mismas.

## **DECIMOQUINTA.- PAGOS**

**15.1.-Fecha de Pago.** La Parte/s notificará/n a la otra Parte, el importe de la Cantidad a Pagar calculado según lo establecido en la Estipulación Decimocuarta, así como la Fecha de Pago, que no podrá ser anterior a la de efectividad de la notificación de conformidad con lo establecido en la Estipulación Vigésima. El abono correspondiente se realizará con valor Fecha de Pago. La Cantidad a Pagar así calculada, devengará intereses al Tipo de Interés Ordinario, desde la Fecha de Vencimiento Anticipado, hasta la Fecha de Pago.

**15.2.-Compensación de la Cantidad a Pagar.** La Parte acreedora del importe de la Cantidad a Pagar podrá compensar dicho importe con cualquier otro del que fuera deudora, frente a la otra Parte, en virtud de cualquier contrato distinto del Contrato.

**15.3.-Aplicación para pago de la Cantidad a Pagar.** Las Partes se autorizan mutuamente y de forma expresa, a aplicar para el Pago de la Cantidad a Pagar adeudada por la otra Parte, en su caso, previa la compensación a que se refiere el apartado anterior, y que no haya sido abonada dentro de los cinco (5) Días Hábiles siguientes a la Fecha de Pago, los saldos, depósitos, toda clase de cuentas en cualquier moneda, que la Parte deudora mantenga con la Parte Acreedora, o en cualquiera de sus agencias, sucursales, delegaciones o establecimientos, facultando expresa e irrevocablemente a la Parte acreedora para que, sin previo aviso, pueda reducir o cancelar saldos para pagar la deuda, abonando y traspasando la cantidad necesaria a la Parte acreedora y realizando valores u otra clase de títulos o derechos o depósitos, incluso a plazo, que la Parte deudora tenga o tuviese con la Parte acreedora. La Parte acreedora comunicará a la Parte Deudora el detalle de la compensación realizada.

## **DECIMOSEXTA.- GENERAL.**

**16.1.-Ausencia de Procedimientos Judiciales o Arbitrajes.** Las Partes declaran que ni ellas ni sus Garantes son parte en procedimientos judiciales o arbitraje alguno y no conocer la existencia de litigio o arbitraje pendiente o previsto contra ellas que puedan afectar su capacidad para el cumplimiento de sus respectivas obligaciones, de conformidad con el Contrato.

**16.2.-Renuncia.** El retraso por las Partes en el ejercicio de los derechos y acciones derivados del Contrato, no implicará de modo alguno, renuncia a tales derechos o

acciones. El ejercicio singular o parcial de cualquier derecho o facultad no perjudicará la existencia y posterior ejercicio de tal derecho o facultad, ni cualquier otro previsto en el Contrato.

Los referidos derechos o acciones, derivados del presente Contrato, no excluyen cualesquiera otros derechos o acciones que la legislación vigente pueda reconocer a las Partes, los cuales permanecerán inalterados.

**16.3.-Estipulaciones Nulas o Anulables.** Si una Estipulación del Contrato deviene nula o anulable, de conformidad con la legislación aplicable, dicha Estipulación se entenderá por no puesta o se modificará, y el resto del Contrato será válido o ejecutable, salvo que la naturaleza o finalidad del mismo se vea frustrada por ello.

**16.4.- Entrega de Documentación.** Las Partes se comprometen a facilitar cualquier documento previsto en el Anexo I y/o en la correspondiente Confirmación, en la fecha especificada al efecto.

**16.5.-Obligación de Obtener Autorizaciones.** Las Partes se comprometen a obtener y mantener en vigor, las autorizaciones que puedan ser necesarias para la validez y plena eficacia del Contrato.

**16.6.-Conocimiento de los Riesgos de las Operaciones.** Las Partes manifiestan conocer y aceptar los riesgos inherentes o que puedan derivarse de la realización de las Operaciones reguladas por el presente Contrato Marco. Cada una de las Partes manifiesta que no ha sido asesorada por la otra Parte sobre las ventajas o conveniencia de realizar cualquiera de las Operaciones, realizándose las mismas sobre la base de las estimaciones y cálculos de riesgos que las propias Partes efectúen.

#### **DECIMOSÉPTIMA.- CESIÓN.**

Las Partes no podrán ceder la totalidad o parte de este Contrato, sin el previo consentimiento por escrito de la otra Parte.

No obstante lo anterior, podrán ser cedidos sin necesidad de consentimiento de la otra Parte, los derechos a recibir pagos y/o entregas de cualquiera de las Partes ostente en virtud del Contrato, siempre que no suponga un perjuicio para la otra Parte.

#### **DECIMOCTAVA.- GRABACIONES.**

Las Partes se autorizan mutuamente a efectuar la grabación de conversaciones telefónicas, que se mantengan entre ellas en relación con el Contrato o con las Operaciones, y a utilizar las mismas como medio de prueba, para cualquier incidencia, procedimiento arbitral y/o judicial, que entre ambas Partes se pudiera plantear directa o indirectamente.

#### **DECIMONOVENA.- GASTOS.**

Serán de cuenta de aquella Parte que haya incumplido sus obligaciones derivadas del Contrato, todos los gastos, incluidos los de valoración y tributarios, en que haya incurrido la otra Parte, como consecuencia de la defensa y/o ejecución de sus derechos

en virtud del Contrato, de la Garantía o del vencimiento anticipado de cualquier Operación, incluyendo expresamente los honorarios profesionales de abogados, procuradores, peritos y, en su caso, fedatarios públicos o cualquier otro gasto que pudiera devengarse.

#### **VIGÉSIMA.- NOTIFICACIONES.**

A efecto de las notificaciones que deban realizarse en virtud del Contrato, las Partes acuerdan que podrá emplearse cualquier medio que permita tener constancia de su recepción, considerándose cumplido el deber de notificación mediante el envío de carta o telegrama con acuse de recibo, telex o facsímil dirigido a los respectivos domicilios o indicativos reseñados en el Anexo I, constituyendo prueba fehaciente de la notificación el acuse de recibo de la carta o telegrama o el original del telex en el que conste su recepción por medio de los correspondientes indicativos.

En todo caso, la relación con la fecha de efectividad de las notificaciones, las realizadas por facsímil, deberán ir seguidas del envío del texto original por telegrama o carta con acuse de recibo y se considerarán efectivas en la fecha que conste en el citado acuse de recibo, de conformidad con el párrafo anterior.

A efectos del Contrato, las Partes señalan como domicilio y números de telex y facsímil válidos para cualquier notificación, los que se indican en el Anexo I.

Cualquier cambio o modificación en los domicilios o indicativos reseñados en el Anexo I, deberá ser comunicado a la otra Parte, por cualquiera de los medios anteriormente indicados, no surtiendo efectos en tanto no se haya recibido el acuse de recibo de dicho cambio o modificación.

Si el día de la recepción de la notificación fuera día no hábil, se entenderá que la notificación será efectiva, a partir del Día Hábil siguiente.

#### **VIGESIMOPRIMERA.- VIGENCIA.**

**22.1.-Entrada en vigor y Efectos Retroactivos.** El presente Contrato Marco entrará en vigor y surtirá efectos desde la fecha que consta en el encabezamiento. No obstante lo anterior, los efectos del Contrato podrán retrotraerse, si así se pacta expresamente por las Partes en el Anexo I, desde la fecha allí señalada, quedando, en consecuencia, amparadas asimismo, por el presente Contrato Marco todas las Operaciones realizadas por las Partes entre la fecha señalada en el Anexo I y la del encabezamiento de este Contrato Marco, o bien aquellas que las Partes expresamente especifiquen en el Anexo I.

**22.2.-Terminación.** El presente Contrato Marco estará en vigor y surtirá plenos efectos hasta que, cualquiera de las Partes notifique a la otra su deseo de darlo por terminado, con una antelación de, al menos, treinta (30) días naturales a la fecha de terminación señalada por la Parte notificante. La terminación del presente Contrato Marco no afectará a las Operaciones realizadas a su amparo, que seguirán reguladas por las Estipulaciones del presente Contrato y sus condiciones específicas.

#### **VIGESIMOSEGUNDA.- LEGISLACIÓN APLICABLE.**

El Contrato estará sujeto y se interpretará conforme a la legislación española.

**VIGESIMOTERCERA.- FUERO.**

**23.1.-*Convenio Arbitral.*** las Partes, si así lo establecen en el Anexo I, podrán someter los conflictos o controversias que puedan surgir en relación con el Contrato, su interpretación, cumplimiento y ejecución, a Arbitraje, en los términos contenidos en dicho Convenio Arbitral.

**23.2.-*Fuero.*** Para el caso de que no estipulen el Convenio Arbitral, las Partes, con renuncia de su fuero propio, se someten a la jurisdicción y competencia de los Juzgados y Tribunales que se especifican en el Anexo I.

En prueba de conformidad, las Partes firman el presente Contrato Marco, por duplicado ejemplar, en el lugar y fecha indicados en el encabezamiento.

# ISDA

International Swaps and Derivatives Association, Inc.

## 2002 MASTER AGREEMENT

dated as of .....

.....and.....  
have entered and/or anticipate entering into one or more transactions (each a “Transaction”) that are or will be governed by this 2002 Master Agreement, which includes the schedule (the “Schedule”), and the documents and other confirming evidence (each a “Confirmation”) exchanged between the parties or otherwise effective for the purpose of confirming or evidencing those Transactions. This 2002 Master Agreement and the Schedule are together referred to as this “Master Agreement”.

Accordingly, the parties agree as follows:—

### 1. Interpretation

- (a) **Definitions.** The terms defined in Section 14 and elsewhere in this Master Agreement will have the meanings therein specified for the purpose of this Master Agreement.
- (b) **Inconsistency.** In the event of any inconsistency between the provisions of the Schedule and the other provisions of this Master Agreement, the Schedule will prevail. In the event of any inconsistency between the provisions of any Confirmation and this Master Agreement, such Confirmation will prevail for the purpose of the relevant Transaction.
- (c) **Single Agreement.** All Transactions are entered into in reliance on the fact that this Master Agreement and all Confirmations form a single agreement between the parties (collectively referred to as this “Agreement”), and the parties would not otherwise enter into any Transactions.

### 2. Obligations

- (a) **General Conditions.**
  - (i) Each party will make each payment or delivery specified in each Confirmation to be made by it, subject to the other provisions of this Agreement.
  - (ii) Payments under this Agreement will be made on the due date for value on that date in the place of the account specified in the relevant Confirmation or otherwise pursuant to this Agreement, in freely transferable funds and in the manner customary for payments in the required currency. Where settlement is by delivery (that is, other than by payment), such delivery will be made for receipt on the due date in the manner

customary for the relevant obligation unless otherwise specified in the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement.

(iii) Each obligation of each party under Section 2(a)(i) is subject to (1) the condition precedent that no Event of Default or Potential Event of Default with respect to the other party has occurred and is continuing, (2) the condition precedent that no Early Termination Date in respect of the relevant Transaction has occurred or been effectively designated and (3) each other condition specified in this Agreement to be a condition precedent for the purpose of this Section 2(a)(iii).

(b) ***Change of Account.*** Either party may change its account for receiving a payment or delivery by giving notice to the other party at least five Local Business Days prior to the Scheduled Settlement Date for the payment or delivery to which such change applies unless such other party gives timely notice of a reasonable objection to such change.

(c) ***Netting of Payments.*** If on any date amounts would otherwise be payable:—

- (i) in the same currency; and
- (ii) in respect of the same Transaction,

by each party to the other, then, on such date, each party's obligation to make payment of any such amount will be automatically satisfied and discharged and, if the aggregate amount that would otherwise have been payable by one party exceeds the aggregate amount that would otherwise have been payable by the other party, replaced by an obligation upon the party by which the larger aggregate amount would have been payable to pay to the other party the excess of the larger aggregate amount over the smaller aggregate amount.

The parties may elect in respect of two or more Transactions that a net amount and payment obligation will be determined in respect of all amounts payable on the same date in the same currency in respect of those Transactions, regardless of whether such amounts are payable in respect of the same Transaction. The election may be made in the Schedule or any Confirmation by specifying that "Multiple Transaction Payment Netting" applies to the Transactions identified as being subject to the election (in which case clause (ii) above will not apply to such Transactions). If Multiple Transaction Payment Netting is applicable to Transactions, it will apply to those Transactions with effect from the starting date specified in the Schedule or such Confirmation, or, if a starting date is not specified in the Schedule or such Confirmation, the starting date otherwise agreed by the parties in writing. This election may be made separately for different groups of Transactions and will apply separately to each pairing of Offices through which the parties make and receive payments or deliveries.

(d) ***Deduction or Withholding for Tax.***

(i) ***Gross-Up.*** All payments under this Agreement will be made without any deduction or withholding for or on account of any Tax unless such deduction or withholding is required by any applicable law, as modified by the practice of any



relevant governmental revenue authority, then in effect. If a party is so required to deduct or withhold, then that party (“X”) will:—

- (1) promptly notify the other party (“Y”) of such requirement;
- (2) pay to the relevant authorities the full amount required to be deducted or withheld (including the full amount required to be deducted or withheld from any additional amount paid by X to Y under this Section 2(d)) promptly upon the earlier of determining that such deduction or withholding is required or receiving notice that such amount has been assessed against Y;
- (3) promptly forward to Y an official receipt (or a certified copy), or other documentation reasonably acceptable to Y, evidencing such payment to such authorities; and
- (4) if such Tax is an Indemnifiable Tax, pay to Y, in addition to the payment to which Y is otherwise entitled under this Agreement, such additional amount as is necessary to ensure that the net amount actually received by Y (free and clear of Indemnifiable Taxes, whether assessed against X or Y) will equal the full amount Y would have received had no such deduction or withholding been required. However, X will not be required to pay any additional amount to Y to the extent that it would not be required to be paid but for:—

(A) the failure by Y to comply with or perform any agreement contained in Section 4(a)(i), 4(a)(iii) or 4(d); or

(B) the failure of a representation made by Y pursuant to Section 3(f) to be accurate and true unless such failure would not have occurred but for (I) any action taken by a taxing authority, or brought in a court of competent jurisdiction, after a Transaction is entered into (regardless of whether such action is taken or brought with respect to a party to this Agreement) or (II) a Change in Tax Law.

(ii) **Liability.** If:—

- (1) X is required by any applicable law, as modified by the practice of any relevant governmental revenue authority, to make any deduction or withholding in respect of which X would not be required to pay an additional amount to Y under Section 2(d)(i)(4);
- (2) X does not so deduct or withhold; and
- (3) a liability resulting from such Tax is assessed directly against X,

then, except to the extent Y has satisfied or then satisfies the liability resulting from such Tax, Y will promptly pay to X the amount of such liability (including any related liability for interest, but including any related liability for penalties only if Y has failed to comply with or perform any agreement contained in Section 4(a)(i), 4(a)(iii) or 4(d)).

### **3. Representations**

Each party makes the representations contained in Sections 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 3(e) and 3(f) and, if specified in the Schedule as applying, 3(g) to the other party (which representations will be deemed to be repeated by each party on each date on which a Transaction is entered into and, in the case of the representations in Section 3(f), at all times until the termination of this Agreement). If any “Additional Representation” is specified in the Schedule or any Confirmation as applying, the party or parties specified for such Additional Representation will make and, if applicable, be deemed to repeat such Additional Representation at the time or times specified for such Additional Representation.

**(a) Basic Representations.**

(i) **Status.** It is duly organised and validly existing under the laws of the jurisdiction of its organisation or incorporation and, if relevant under such laws, in good standing;

(ii) **Powers.** It has the power to execute this Agreement and any other documentation relating to this Agreement to which it is a party, to deliver this Agreement and any other documentation relating to this Agreement that it is required by this Agreement to deliver and to perform its obligations under this Agreement and any obligations it has under any Credit Support Document to which it is a party and has taken all necessary action to authorise such execution, delivery and performance;

(iii) **No Violation or Conflict.** Such execution, delivery and performance do not violate or conflict with any law applicable to it, any provision of its constitutional documents, any order or judgment of any court or other agency of government applicable to it or any of its assets or any contractual restriction binding on or affecting it or any of its assets;

(iv) **Consents.** All governmental and other consents that are required to have been obtained by it with respect to this Agreement or any Credit Support Document to which it is a party have been obtained and are in full force and effect and all conditions of any such consents have been complied with; and

(v) **Obligations Binding.** Its obligations under this Agreement and any Credit Support Document to which it is a party constitute its legal, valid and binding obligations, enforceable in accordance with their respective terms (subject to applicable bankruptcy, reorganisation, insolvency, moratorium or similar laws affecting creditors’ rights generally and subject, as to enforceability, to equitable principles of general application (regardless of whether enforcement is sought in a proceeding in equity or at law)).

(b) **Absence of Certain Events.** No Event of Default or Potential Event of Default or, to its knowledge, Termination Event with respect to it has occurred and is continuing and no such event or circumstance would occur as a result of its entering into or performing its obligations under this Agreement or any Credit Support Document to which it is a party.

(c) **Absence of Litigation.** There is not pending or, to its knowledge, threatened against it, any of its Credit Support Providers or any of its applicable Specified Entities any action, suit or proceeding at law or in equity or before any court, tribunal, governmental body, agency or official or any arbitrator that is likely to affect the

legality, validity or enforceability against it of this Agreement or any Credit Support Document to which it is a party or its ability to perform its obligations under this Agreement or such Credit Support Document.

(d) ***Accuracy of Specified Information.*** All applicable information that is furnished in writing by or on behalf of it to the other party and is identified for the purpose of this Section 3(d) in the Schedule is, as of the date of the information, true, accurate and complete in every material respect.

(e) ***Payer Tax Representation.*** Each representation specified in the Schedule as being made by it for the purpose of this Section 3(e) is accurate and true.

(f) ***Payee Tax Representations.*** Each representation specified in the Schedule as being made by it for the purpose of this Section 3(f) is accurate and true.

(g) ***No Agency.*** It is entering into this Agreement, including each Transaction, as principal and not as agent of any person or entity.

#### **4. Agreements**

Each party agrees with the other that, so long as either party has or may have any obligation under this Agreement or under any Credit Support Document to which it is a party:—

(a) ***Furnish Specified Information.*** It will deliver to the other party or, in certain cases under clause (iii) below, to such government or taxing authority as the other party reasonably directs:—

(i) any forms, documents or certificates relating to taxation specified in the Schedule or any Confirmation;

(ii) any other documents specified in the Schedule or any Confirmation; and

(iii) upon reasonable demand by such other party, any form or document that may be required or reasonably requested in writing in order to allow such other party or its Credit Support Provider to make a payment under this Agreement or any applicable Credit Support Document without any deduction or withholding for or on account of any Tax or with such deduction or withholding at a reduced rate (so long as the completion, execution or submission of such form or document would not materially prejudice the legal or commercial position of the party in receipt of such demand), with any such form or document to be accurate and completed in a manner reasonably satisfactory to such other party and to be executed and to be delivered with any reasonably required certification,

in each case by the date specified in the Schedule or such Confirmation or, if none is specified, as soon as reasonably practicable.

(b) ***Maintain Authorisations.*** It will use all reasonable efforts to maintain in full force and effect all consents of any governmental or other authority that are required to

be obtained by it with respect to this Agreement or any Credit Support Document to which it is a party and will use all reasonable efforts to obtain any that may become necessary in the future.

(c) ***Comply With Laws.*** It will comply in all material respects with all applicable laws and orders to which it may be subject if failure so to comply would materially impair its ability to perform its obligations under this Agreement or any Credit Support Document to which it is a party.

(d) ***Tax Agreement.*** It will give notice of any failure of a representation made by it under Section 3(f) to be accurate and true promptly upon learning of such failure.

(e) ***Payment of Stamp Tax.*** Subject to Section 11, it will pay any Stamp Tax levied or imposed upon it or in respect of its execution or performance of this Agreement by a jurisdiction in which it is incorporated, organised, managed and controlled or considered to have its seat, or where an Office through which it is acting for the purpose of this Agreement is located (“Stamp Tax Jurisdiction”), and will indemnify the other party against any Stamp Tax levied or imposed upon the other party or in respect of the other party’s execution or performance of this Agreement by any such Stamp Tax Jurisdiction which is not also a Stamp Tax Jurisdiction with respect to the other party.

## **5. Events of Default and Termination Events**

(a) ***Events of Default.*** The occurrence at any time with respect to a party or, if applicable, any Credit Support Provider of such party or any Specified Entity of such party of any of the following events constitutes (subject to Sections 5(c) and 6(e)(iv)) an event of default (an “Event of Default”) with respect to such party:—

(i) ***Failure to Pay or Deliver.*** Failure by the party to make, when due, any payment under this Agreement or delivery under Section 2(a)(i) or 9(h)(i)(2) or (4) required to be made by it if such failure is not remedied on or before the first Local Business Day in the case of any such payment or the first Local Delivery Day in the case of any such delivery after, in each case, notice of such failure is given to the party;

(ii) ***Breach of Agreement; Repudiation of Agreement.***

(1) Failure by the party to comply with or perform any agreement or obligation (other than an obligation to make any payment under this Agreement or delivery under Section 2(a)(i) or 9(h)(i)(2) or (4) or to give notice of a Termination Event or any agreement or obligation under Section 4(a)(i), 4(a)(iii) or 4(d)) to be complied with or performed by the party in accordance with this Agreement if such failure is not remedied within 30 days after notice of such failure is given to the party; or

(2) the party disaffirms, disclaims, repudiates or rejects, in whole or in part, or challenges the validity of, this Master Agreement, any Confirmation executed and delivered by that party or any

Transaction evidenced by such a Confirmation (or such action is taken by any person or entity appointed or empowered to operate it or act on its behalf);

(iii) ***Credit Support Default.***

(1) Failure by the party or any Credit Support Provider of such party to comply with or perform any agreement or obligation to be complied with or performed by it in accordance with any Credit Support Document if such failure is continuing after any applicable grace period has elapsed;

(2) the expiration or termination of such Credit Support Document or the failing or ceasing of such Credit Support Document, or any security interest granted by such party or such Credit Support Provider to the other party pursuant to any such Credit Support Document, to be in full force and effect for the purpose of this Agreement (in each case other than in accordance with its terms) prior to the satisfaction of all obligations of such party under each Transaction to which such Credit Support Document relates without the written consent of the other party; or

(3) the party or such Credit Support Provider disaffirms, disclaims, repudiates or rejects, in whole or in part, or challenges the validity of, such Credit Support Document (or such action is taken by any person or entity appointed or empowered to operate it or act on its behalf);

(iv) ***Misrepresentation.*** A representation (other than a representation under Section 3(e) or 3(f)) made or repeated or deemed to have been made or repeated by the party or any Credit Support Provider of such party in this Agreement or any Credit Support Document proves to have been incorrect or misleading in any material respect when made or repeated or deemed to have been made or repeated;

(v) ***Default Under Specified Transaction.*** The party, any Credit Support Provider of such party or any applicable Specified Entity of such party:—

(1) defaults (other than by failing to make a delivery) under a Specified Transaction or any credit support arrangement relating to a Specified Transaction and, after giving effect to any applicable notice requirement or grace period, such default results in a liquidation of, an acceleration of obligations under, or an early termination of, that Specified Transaction;

(2) defaults, after giving effect to any applicable notice requirement or grace period, in making any payment due on the last payment or exchange date of, or any payment on early termination of, a Specified Transaction (or, if there is no applicable notice requirement or grace period, such default continues for at least one Local Business Day);

(3) defaults in making any delivery due under (including any delivery due on the last delivery or exchange date of) a Specified Transaction or any credit support arrangement relating to a Specified Transaction and, after giving effect to any applicable notice requirement or grace period, such default results in a liquidation of, an acceleration of obligations under, or an early termination of, all transactions outstanding under the documentation applicable to that Specified Transaction; or

(4) disaffirms, disclaims, repudiates or rejects, in whole or in part, or challenges the validity of, a Specified Transaction or any credit support arrangement relating to a Specified Transaction that is, in either case, confirmed or evidenced by a document or other confirming evidence executed and delivered by that party, Credit Support Provider or Specified Entity (or such action is taken by any person or entity appointed or empowered to operate it or act on its behalf);

(vi) **Cross-Default.** If “Cross-Default” is specified in the Schedule as applying to the party, the occurrence or existence of:—

(1) a default, event of default or other similar condition or event (however described) in respect of such party, any Credit Support Provider of such party or any applicable Specified Entity of such party under one or more agreements or instruments relating to Specified Indebtedness of any of them (individually or collectively) where the aggregate principal amount of such agreements or instruments, either alone or together with the amount, if any, referred to in clause (2) below, is not less than the applicable Threshold Amount (as specified in the Schedule) which has resulted in such Specified Indebtedness becoming, or becoming capable at such time of being declared, due and payable under such agreements or instruments before it would otherwise have been due and payable; or

(2) a default by such party, such Credit Support Provider or such Specified Entity (individually or collectively) in making one or more payments under such agreements or instruments on the due date for payment (after giving effect to any applicable notice requirement or grace period) in an aggregate amount, either alone or together with the amount, if any, referred to in clause (1) above, of not less than the applicable Threshold Amount;

(vii) **Bankruptcy.** The party, any Credit Support Provider of such party or any applicable Specified Entity of such party:—

(1) is dissolved (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger); (2) becomes insolvent or is unable to pay its debts or fails or admits in writing its inability generally to pay its debts as they become due; (3) makes a general assignment, arrangement or composition with or for the benefit of its creditors; (4)(A) institutes or has instituted against it, by a regulator, supervisor or any similar official with primary insolvency, rehabilitative or regulatory jurisdiction over it in the jurisdiction of its incorporation or organisation or the jurisdiction of its head or home office, a proceeding seeking a judgment of insolvency or bankruptcy or any other relief under any bankruptcy or insolvency law or other similar law affecting creditors’ rights, or a petition is presented for its winding-up or liquidation by it or such regulator, supervisor or similar official, or (B) has instituted against it a proceeding seeking a judgment of insolvency or bankruptcy or any other relief under any bankruptcy or insolvency law or other similar law affecting creditors’ rights, or a petition is presented for its winding-up or liquidation, and such proceeding or petition is instituted or presented by a person or entity not described in clause (A) above and either (I) results in a judgment of insolvency or bankruptcy or the entry of an order for relief or the making of an order for its winding-up or liquidation or (II) is not dismissed, discharged, stayed or restrained in

each case within 15 days of the institution or presentation thereof; (5) has a resolution passed for its winding-up, official management or liquidation (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger); (6) seeks or becomes subject to the appointment of an administrator, provisional liquidator, conservator, receiver, trustee, custodian or other similar official for it or for all or substantially all its assets; (7) has a secured party take possession of all or substantially all its assets or has a distress, execution, attachment, sequestration or other legal process levied, enforced or sued on or against all or substantially all its assets and such secured party maintains possession, or any such process is not dismissed, discharged, stayed or restrained, in each case within 15 days thereafter; (8) causes or is subject to any event with respect to it which, under the applicable laws of any jurisdiction, has an analogous effect to any of the events specified in clauses (1) to (7) above (inclusive); or (9) takes any action in furtherance of, or indicating its consent to, approval of, or acquiescence in, any of the foregoing acts; or

(viii) ***Merger Without Assumption.*** The party or any Credit Support Provider of such party consolidates or amalgamates with, or merges with or into, or transfers all or substantially all its assets to, or reorganises, reincorporates or reconstitutes into or as, another entity and, at the time of such consolidation, amalgamation, merger, transfer, reorganisation, reincorporation or reconstitution:—

(1) the resulting, surviving or transferee entity fails to assume all the obligations of such party or such Credit Support Provider under this Agreement or any Credit Support Document to which it or its predecessor was a party; or

(2) the benefits of any Credit Support Document fail to extend (without the consent of the other party) to the performance by such resulting, surviving or transferee entity of its obligations under this Agreement.

(b) ***Termination Events.*** The occurrence at any time with respect to a party or, if applicable, any Credit Support Provider of such party or any Specified Entity of such party of any event specified below constitutes (subject to Section 5(c)) an Illegality if the event is specified in clause (i) below, a Force Majeure Event if the event is specified in clause (ii) below, a Tax Event if the event is specified in clause (iii) below, a Tax Event Upon Merger if the event is specified in clause (iv) below, and, if specified to be applicable, a Credit Event Upon Merger if the event is specified pursuant to clause (v) below or an Additional Termination Event if the event is specified pursuant to clause (vi) below:—

(i) ***Illegality.*** After giving effect to any applicable provision, disruption fallback or remedy specified in, or pursuant to, the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement, due to an event or circumstance (other than any action taken by a party or, if applicable, any Credit Support Provider of such party) occurring after a Transaction is entered into, it becomes unlawful under any applicable law (including without limitation the laws of any country in which payment, delivery or compliance is required by either party or any Credit Support Provider, as the case may be), on any day, or it would be unlawful if the relevant payment, delivery or compliance were required on that day (in each case, other than as a result of a breach by the party of Section 4(b)):—

(1) for the Office through which such party (which will be the Affected Party) makes and receives payments or deliveries with respect to such Transaction to perform any absolute or contingent obligation to make a payment or delivery in respect of such Transaction, to receive a payment or delivery in respect of such Transaction or to comply with any other material provision of this Agreement relating to such Transaction; or

(2) for such party or any Credit Support Provider of such party (which will be the Affected Party) to perform any absolute or contingent obligation to make a payment or delivery which such party or Credit Support Provider has under any Credit Support Document relating to such Transaction, to receive a payment or delivery under such Credit Support Document or to comply with any other material provision of such Credit Support Document;

(ii) **Force Majeure Event.** After giving effect to any applicable provision, disruption fallback or remedy specified in, or pursuant to, the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement, by reason of force majeure or act of state occurring after a Transaction is entered into, on any day:—

(1) the Office through which such party (which will be the Affected Party) makes and receives payments or deliveries with respect to such Transaction is prevented from performing any absolute or contingent obligation to make a payment or delivery in respect of such Transaction, from receiving a payment or delivery in respect of such Transaction or from complying with any other material provision of this Agreement relating to such Transaction (or would be so prevented if such payment, delivery or compliance were required on that day), or it becomes impossible or impracticable for such Office so to perform, receive or comply (or it would be impossible or impracticable for such Office so to perform, receive or comply if such payment, delivery or compliance were required on that day); or

(2) such party or any Credit Support Provider of such party (which will be the Affected Party) is prevented from performing any absolute or contingent obligation to make a payment or delivery which such party or Credit Support Provider has under any Credit Support Document relating to such Transaction, from receiving a payment or delivery under such Credit Support Document or from complying with any other material provision of such Credit Support Document (or would be so prevented if such payment, delivery or compliance were required on that day), or it becomes impossible or impracticable for such party or Credit Support Provider so to perform, receive or comply (or it would be impossible or impracticable for such party or Credit Support Provider so to perform, receive or comply if such payment, delivery or compliance were required on that day), so long as the force majeure or act of state is beyond the control of such Office, such party or such Credit Support Provider, as appropriate, and such Office, party or Credit Support Provider could not, after using all reasonable efforts (which will not require such party or Credit Support Provider to incur a loss, other than immaterial, incidental expenses), overcome such prevention, impossibility or impracticability;

(iii) **Tax Event.** Due to (1) any action taken by a taxing authority, or brought in a court of competent jurisdiction, after a Transaction is entered into (regardless of whether such action is taken or brought with respect to a party to this Agreement) or (2)



a Change in Tax Law, the party (which will be the Affected Party) will, or there is a substantial likelihood that it will, on the next succeeding Scheduled Settlement Date (A) be required to pay to the other party an additional amount in respect of an Indemnifiable Tax under Section 2(d)(i)(4) (except in respect of interest under Section 9(h)) or (B) receive a payment from which an amount is required to be deducted or withheld for or on account of a Tax (except in respect of interest under Section 9(h)) and no additional amount is required to be paid in respect of such Tax under Section 2(d)(i)(4) (other than by reason of Section 2(d)(i)(4)(A) or (B));

(iv) ***Tax Event Upon Merger.*** The party (the “Burdened Party”) on the next succeeding Scheduled Settlement Date will either (1) be required to pay an additional amount in respect of an Indemnifiable Tax under Section 2(d)(i)(4) (except in respect of interest under Section 9(h)) or (2) receive a payment from which an amount has been deducted or withheld for or on account of any Tax in respect of which the other party is not required to pay an additional amount (other than by reason of Section 2(d)(i)(4)(A) or (B)), in either case as a result of a party consolidating or amalgamating with, or merging with or into, or transferring all or substantially all its assets (or any substantial part of the assets comprising the business conducted by it as of the date of this Master Agreement) to, or reorganising, reincorporating or reconstituting into or as, another entity (which will be the Affected Party) where such action does not constitute a Merger Without Assumption;

(v) ***Credit Event Upon Merger.*** If “Credit Event Upon Merger” is specified in the Schedule as applying to the party, a Designated Event (as defined below) occurs with respect to such party, any Credit Support Provider of such party or any applicable Specified Entity of such party (in each case, “X”) and such Designated Event does not constitute a Merger Without Assumption, and the creditworthiness of X or, if applicable, the successor, surviving or transferee entity of X, after taking into account any applicable Credit Support Document, is materially weaker immediately after the occurrence of such Designated Event than that of X immediately prior to the occurrence of such Designated Event (and, in any such event, such party or its successor, surviving or transferee entity, as appropriate, will be the Affected Party). A “Designated Event” with respect to X means that:—

(1) X consolidates or amalgamates with, or merges with or into, or transfers all or substantially all its assets (or any substantial part of the assets comprising the business conducted by X as of the

date of this Master Agreement) to, or reorganises, reincorporates or reconstitutes into or as, another entity;

(2) any person, related group of persons or entity acquires directly or indirectly the beneficial ownership of (A) equity securities having the power to elect a majority of the board of directors (or its equivalent) of X or (B) any other ownership interest enabling it to exercise control of X; or

(3) X effects any substantial change in its capital structure by means of the issuance, incurrence or guarantee of debt or the issuance of (A) preferred stock or other securities convertible into or exchangeable for debt or preferred stock or (B) in the case of entities other than corporations, any other form of ownership interest; or

(vi) ***Additional Termination Event.*** If any “Additional Termination Event” is specified in the Schedule or any Confirmation as applying, the occurrence of such event (and, in such event, the Affected Party or Affected Parties will be as specified for such Additional Termination Event in the Schedule or such Confirmation).

(c) ***Hierarchy of Events.***

(i) An event or circumstance that constitutes or gives rise to an Illegality or a Force Majeure Event will not, for so long as that is the case, also constitute or give rise to an Event of Default under Section 5(a)(i),

5(a)(ii)(1) or 5(a)(iii)(1) insofar as such event or circumstance relates to the failure to make any payment or delivery or a failure to comply with any other material provision of this Agreement or a Credit Support Document, as the case may be.

(ii) Except in circumstances contemplated by clause (i) above, if an event or circumstance which would otherwise constitute or give rise to an Illegality or a Force Majeure Event also constitutes an Event of Default or any other Termination Event, it will be treated as an Event of Default or such other Termination Event, as the case may be, and will not constitute or give rise to an Illegality or a Force Majeure Event.

(iii) If an event or circumstance which would otherwise constitute or give rise to a Force Majeure Event also constitutes an Illegality, it will be treated as an Illegality, except as described in clause (ii) above, and not a Force Majeure Event.

(d) ***Deferral of Payments and Deliveries During Waiting Period.*** If an Illegality or a Force Majeure Event has occurred and is continuing with respect to a Transaction, each payment or delivery which would otherwise be required to be made under that Transaction will be deferred to, and will not be due until:—

(i) the first Local Business Day or, in the case of a delivery, the first Local Delivery Day (or the first day that would have been a Local Business Day or Local Delivery Day, as appropriate, but for the occurrence of the event or circumstance constituting or giving rise to that Illegality or Force Majeure Event) following the end of any applicable Waiting Period in respect of that Illegality or Force Majeure Event, as the case may be; or

(ii) if earlier, the date on which the event or circumstance constituting or giving rise to that Illegality or Force Majeure Event ceases to exist or, if such date is not a Local Business Day or, in the case of a delivery, a Local Delivery Day, the first following day that is a Local Business Day or Local Delivery Day, as appropriate.

(e) ***Inability of Head or Home Office to Perform Obligations of Branch.*** If (i) an Illegality or a Force Majeure Event occurs under Section 5(b)(i)(1) or 5(b)(ii)(1) and the relevant Office is not the Affected Party’s head or home office, (ii) Section 10(a) applies, (iii) the other party seeks performance of the relevant obligation or

compliance with the relevant provision by the Affected Party’s head or home office and (iv) the Affected Party’s head or home office fails so to perform or comply due to the occurrence of an event or circumstance which would, if that head or home office were

the Office through which the Affected Party makes and receives payments and deliveries with respect to the relevant Transaction, constitute or give rise to an Illegality or a Force Majeure Event, and such failure would otherwise constitute an Event of Default under Section 5(a)(i) or 5(a)(iii)(1) with respect to such party, then, for so long as the relevant event or circumstance continues to exist with respect to both the Office referred to in Section 5(b)(i)(1) or 5(b)(ii)(1), as the case may be, and the Affected Party's head or home office, such failure will not constitute an Event of Default under Section 5(a)(i) or 5(a)(iii)(1).

## **6. Early Termination; Close-Out Netting**

(a) ***Right to Terminate Following Event of Default.*** If at any time an Event of Default with respect to a party (the "Defaulting Party") has occurred and is then continuing, the other party (the "Non-defaulting Party") may, by not more than 20 days notice to the Defaulting Party specifying the relevant Event of Default, designate a day not earlier than the day such notice is effective as an Early Termination Date in respect of all outstanding Transactions. If, however, "Automatic Early Termination" is specified in the Schedule as applying to a party, then an Early Termination Date in respect of all outstanding Transactions will occur immediately upon the occurrence with respect to such party of an Event of Default specified in Section 5(a)(vii)(1), (3), (5), (6) or, to the extent analogous thereto, (8), and as of the time immediately preceding the institution of the relevant proceeding or the presentation of the relevant petition upon the occurrence with respect to such party of an Event of Default specified in Section 5(a)(vii)(4) or, to the extent analogous thereto, (8).

### **(b) *Right to Terminate Following Termination Event.***

(i) ***Notice.*** If a Termination Event other than a Force Majeure Event occurs, an Affected Party will, promptly upon becoming aware of it, notify the other party, specifying the nature of that Termination Event and each Affected Transaction, and will also give the other party such other information about that Termination Event as the other party may reasonably require. If a Force Majeure Event occurs, each party will, promptly upon becoming aware of it, use all reasonable efforts to notify the other party, specifying the nature of that Force Majeure Event, and will also give the other party such other information about that Force Majeure Event as the other party may reasonably require.

(ii) ***Transfer to Avoid Termination Event.*** If a Tax Event occurs and there is only one Affected Party, or if a Tax Event Upon Merger occurs and the Burdened Party is the Affected Party, the Affected Party will, as a condition to its right to designate an Early Termination Date under Section 6(b)(iv), use all reasonable efforts (which will not require such party to incur a loss, other than immaterial, incidental expenses) to transfer within 20 days after it gives notice under Section 6(b)(i) all its rights and obligations under this Agreement in respect of the Affected Transactions to another of its Offices or Affiliates so that such Termination Event ceases to exist.

If the Affected Party is not able to make such a transfer it will give notice to the other party to that effect within such 20 day period, whereupon the other party may effect such a transfer within 30 days after the notice is given under Section 6(b)(i).

Any such transfer by a party under this Section 6(b)(ii) will be subject to and conditional upon the prior written consent of the other party, which consent will not be withheld if such other party's policies in effect at such time would permit it to enter into transactions with the transferee on the terms proposed.

(iii) ***Two Affected Parties.*** If a Tax Event occurs and there are two Affected Parties, each party will use all reasonable efforts to reach agreement within 30 days after notice of such occurrence is given under Section 6(b)(i) to avoid that Termination Event.

(iv) ***Right to Terminate.***

(1) If:—

(A) a transfer under Section 6(b)(ii) or an agreement under Section 6(b)(iii), as the case may be, has not been effected with respect to all Affected Transactions within 30 days after an Affected Party gives notice under Section 6(b)(i); or

(B) a Credit Event Upon Merger or an Additional Termination Event occurs, or a Tax Event Upon Merger occurs and the Burdened Party is not the Affected Party,

the Burdened Party in the case of a Tax Event Upon Merger, any Affected Party in the case of a Tax Event or an Additional Termination Event if there are two Affected Parties, or the Non-affected Party in the case of a Credit Event Upon Merger or an Additional Termination Event if there is only one Affected Party may, if the relevant Termination Event is then continuing, by not more than 20 days notice to the other party, designate a day not earlier than the day such notice is effective as an Early Termination Date in respect of all Affected Transactions.

(2) If at any time an Illegality or a Force Majeure Event has occurred and is then continuing and any applicable Waiting Period has expired:—

(A) Subject to clause (B) below, either party may, by not more than 20 days notice to the other party, designate (I) a day not earlier than the day on which such notice becomes effective as an Early Termination Date in respect of all Affected Transactions or (II) by specifying in that notice the Affected Transactions in respect of which it is designating the relevant day as an Early Termination Date, a day not earlier than two Local Business Days following the day on which such notice becomes effective as an Early Termination Date in respect of less than all Affected Transactions. Upon receipt of a notice designating an Early Termination Date in respect of less than all Affected Transactions, the other party may, by notice to the designating party, if such notice is effective on or before the day so designated, designate that same day as an Early Termination Date in respect of any or all other Affected Transactions.

(B) An Affected Party (if the Illegality or Force Majeure Event relates to performance by such party or any Credit Support Provider of such party of an obligation to make any payment or delivery under, or to compliance with any other material provision of, the relevant Credit Support Document) will only have the right to designate an Early Termination Date under Section 6(b)(iv)(2)(A) as a result of an Illegality under Section 5(b)(i)(2) or a Force Majeure Event under Section 5(b)(ii)(2)

following the prior designation by the other party of an Early Termination Date, pursuant to Section 6(b)(iv)(2)(A), in respect of less than all Affected Transactions.

(c) ***Effect of Designation.***

(i) If notice designating an Early Termination Date is given under Section 6(a) or 6(b), the Early Termination Date will occur on the date so designated, whether or not the relevant Event of Default or Termination Event is then continuing.

(ii) Upon the occurrence or effective designation of an Early Termination Date, no further payments or deliveries under Section 2(a)(i) or 9(h)(i) in respect of the Terminated Transactions will be required to be made, but without prejudice to the other provisions of this Agreement. The amount, if any, payable in respect of an Early Termination Date will be determined pursuant to Sections 6(e) and 9(h)(ii).

(d) ***Calculations; Payment Date.***

(i) ***Statement.*** On or as soon as reasonably practicable following the occurrence of an Early Termination Date, each party will make the calculations on its part, if any, contemplated by Section 6(e) and will provide to the other party a statement (1) showing, in reasonable detail, such calculations (including any quotations, market data or information from internal sources used in making such calculations), (2) specifying (except where there are two Affected Parties) any Early Termination Amount payable and (3) giving details of the relevant account to which any amount payable to it is to be paid. In the absence of written confirmation from the source of a quotation or market data obtained in determining a Close-out Amount, the records of the party obtaining such quotation or market data will be conclusive evidence of the existence and accuracy of such quotation or market data.

(ii) ***Payment Date.*** An Early Termination Amount due in respect of any Early Termination Date will, together with any amount of interest payable pursuant to Section 9(h)(ii)(2), be payable (1) on the day on which notice of the amount payable is effective in the case of an Early Termination Date which is designated or occurs as a result of an Event of Default and (2) on the day which is two Local Business Days after the day on which notice of the amount payable is effective (or, if there are two Affected Parties, after the day on which the statement provided pursuant to clause (i) above by the second party to provide such a statement is effective) in the case of an Early Termination Date which is designated as a result of a Termination Event.

(e) ***Payments on Early Termination.*** If an Early Termination Date occurs, the amount, if any, payable in respect of that Early Termination Date (the “Early Termination Amount”) will be determined pursuant to this Section 6(e) and will be subject to Section 6(f).

(i) ***Events of Default.*** If the Early Termination Date results from an Event of Default, the Early Termination Amount will be an amount equal to (1) the sum of (A) the Termination Currency Equivalent of the Close-out Amount or Close-out Amounts (whether positive or negative) determined by the Non-defaulting Party for each Terminated Transaction or group of Terminated Transactions, as the case may be, and

(B) the Termination Currency Equivalent of the Unpaid Amounts owing to the Non-defaulting Party less (2) the Termination Currency Equivalent of the Unpaid Amounts owing to the Defaulting Party. If the Early Termination Amount is a positive number, the Defaulting Party will pay it to the Non-defaulting Party; if it is a negative number, the Non-defaulting Party will pay the absolute value of the Early Termination Amount to the Defaulting Party.

(ii) **Termination Events.** If the Early Termination Date results from a Termination Event:—

(1) One Affected Party. Subject to clause (3) below, if there is one Affected Party, the Early Termination Amount will be determined in accordance with Section 6(e)(i), except that references to the Defaulting Party and to the Non-defaulting Party will be deemed to be references to the Affected Party and to the Non-affected Party, respectively.

(2) Two Affected Parties. Subject to clause (3) below, if there are two Affected Parties, each party will determine an amount equal to the Termination Currency Equivalent of the sum of the Close-out Amount or Close-out Amounts (whether positive or negative) for each Terminated Transaction or group of Terminated Transactions, as the case may be, and the Early Termination Amount will be an amount equal to (A) the sum of (I) one-half of the difference between the higher amount so determined (by party “X”) and the lower amount so determined (by party “Y”) and (II) the Termination Currency Equivalent of the Unpaid Amounts owing to X less (B) the Termination Currency Equivalent of the Unpaid Amounts owing to Y. If the Early Termination Amount is a positive number, Y will pay it to X; if it is a negative number, X will pay the absolute value of the Early Termination Amount to Y.

(3) Mid-Market Events. If that Termination Event is an Illegality or a Force Majeure Event, then the Early Termination Amount will be determined in accordance with clause (1) or (2) above, as appropriate, except that, for the purpose of determining a Close-out Amount or Close-out Amounts, the Determining Party will:—

(A) if obtaining quotations from one or more third parties (or from any of the Determining Party’s Affiliates), ask each third party or Affiliate (I) not to take account of the current creditworthiness of the Determining Party or any existing Credit Support Document and (II) to provide mid-market quotations; and

(B) in any other case, use mid-market values without regard to the creditworthiness of the Determining Party.

(iii) **Adjustment for Bankruptcy.** In circumstances where an Early Termination Date occurs because Automatic Early Termination applies in respect of a party, the Early Termination Amount will be subject to such adjustments as are appropriate and permitted by applicable law to reflect any payments or deliveries made by one party to the other under this Agreement (and retained by such other party) during the period from the relevant Early Termination Date to the date for payment determined under Section 6(d)(ii).

(iv) **Adjustment for Illegality or Force Majeure Event.** The failure by a party or any Credit Support Provider of such party to pay, when due, any Early Termination Amount will not constitute an Event of Default under Section 5(a)(i) or 5(a)(iii)(1) if such failure is due to the occurrence of an event or circumstance which would, if it occurred with respect to payment, delivery or compliance related to a Transaction, constitute or give rise to an Illegality or a Force Majeure Event. Such amount will (1) accrue interest and otherwise be treated as an Unpaid Amount owing to the other party if subsequently an Early Termination Date results from an Event of Default, a Credit Event Upon Merger or an Additional Termination Event in respect of which all outstanding Transactions are Affected Transactions and (2) otherwise accrue interest in accordance with Section 9(h)(ii)(2).

(v) **Pre-Estimate.** The parties agree that an amount recoverable under this Section 6(e) is a reasonable pre-estimate of loss and not a penalty. Such amount is payable for the loss of bargain and the loss of protection against future risks, and, except as otherwise provided in this Agreement, neither party will be entitled to recover any additional damages as a consequence of the termination of the Terminated Transactions.

(f) **Set-Off.** Any Early Termination Amount payable to one party (the “Payee”) by the other party (the “Payer”), in circumstances where there is a Defaulting Party or where there is one Affected Party in the case where either a Credit Event Upon Merger has occurred or any other Termination Event in respect of which all outstanding Transactions are Affected Transactions has occurred, will, at the option of the Non-defaulting Party or the Non-affected Party, as the case may be (“X”) (and without prior notice to the Defaulting Party or the Affected Party, as the case may be), be reduced by its set-off against any other amounts (“Other Amounts”) payable by the Payee to the Payer (whether or not arising under this Agreement, matured or contingent and irrespective of the currency, place of payment or place of booking of the obligation). To the extent that any Other Amounts are so set off, those Other Amounts will be discharged promptly and in all respects. X will give notice to the other party of any set-off effected under this Section 6(f).

For this purpose, either the Early Termination Amount or the Other Amounts (or the relevant portion of such amounts) may be converted by X into the currency in which the other is denominated at the rate of exchange at which such party would be able, in good faith and using commercially reasonable procedures, to purchase the relevant amount of such currency.

If an obligation is unascertained, X may in good faith estimate that obligation and set off in respect of the estimate, subject to the relevant party accounting to the other when the obligation is ascertained.

Nothing in this Section 6(f) will be effective to create a charge or other security interest. This Section 6(f) will be without prejudice and in addition to any right of set-off, offset, combination of accounts, lien, right of retention or withholding or similar right or requirement to which any party is at any time otherwise entitled or subject (whether by operation of law, contract or otherwise).

## **7. Transfer**

Subject to Section 6(b)(ii) and to the extent permitted by applicable law, neither this Agreement nor any interest or obligation in or under this Agreement may be transferred (whether by way of security or otherwise) by either party without the prior written consent of the other party, except that:—

(a) a party may make such a transfer of this Agreement pursuant to a consolidation or amalgamation with, or merger with or into, or transfer of all or substantially all its assets to, another entity (but without prejudice to any other right or remedy under this Agreement); and

(b) a party may make such a transfer of all or any part of its interest in any Early Termination Amount payable to it by a Defaulting Party, together with any amounts payable on or with respect to that interest and any other rights associated with that interest pursuant to Sections 8, 9(h) and 11.

Any purported transfer that is not in compliance with this Section 7 will be void.

## **8. Contractual Currency**

(a) ***Payment in the Contractual Currency.*** Each payment under this Agreement will be made in the relevant currency specified in this Agreement for that payment (the “Contractual Currency”). To the extent permitted by applicable law, any obligation to make payments under this Agreement in the Contractual Currency will not be discharged or satisfied by any tender in any currency other than the Contractual Currency, except to the extent such tender results in the actual receipt by the party to which payment is owed, acting in good faith and using commercially reasonable procedures in converting the currency so tendered into the Contractual Currency, of the full amount in the Contractual Currency of all amounts payable in respect of this Agreement. If for any reason the amount in the Contractual Currency so received falls short of the amount in the Contractual Currency payable in respect of this Agreement, the party required to make the payment will, to the extent permitted by applicable law, immediately pay such additional amount in the Contractual Currency as may be necessary to compensate for the shortfall. If for any reason the amount in the Contractual Currency so received exceeds the amount in the Contractual Currency payable in respect of this Agreement, the party receiving the payment will refund promptly the amount of such excess.

(b) ***Judgments.*** To the extent permitted by applicable law, if any judgment or order expressed in a currency other than the Contractual Currency is rendered (i) for the payment of any amount owing in respect of this Agreement, (ii) for the payment of any amount relating to any early termination in respect of this Agreement or (iii) in respect of a judgment or order of another court for the payment of any amount described in clause (i) or (ii) above, the party seeking recovery, after recovery in full of the aggregate amount to which such party is entitled pursuant to the judgment or order, will be entitled to receive immediately from the other party the amount of any shortfall of the Contractual Currency received by such party as a consequence of sums paid in such other currency and will refund promptly to the other party any excess of the Contractual Currency received by such party as a consequence of sums paid in such other currency if such shortfall or such excess arises or results from any variation between the rate of



exchange at which the Contractual Currency is converted into the currency of the judgment or order for the purpose of such judgment or order and the rate of exchange at which such party is able, acting in good faith and using

commercially reasonable procedures in converting the currency received into the Contractual Currency, to purchase the Contractual Currency with the amount of the currency of the judgment or order actually received by such party.

(c) ***Separate Indemnities.*** To the extent permitted by applicable law, the indemnities in this Section 8 constitute separate and independent obligations from the other obligations in this Agreement, will be enforceable as separate and independent causes of action, will apply notwithstanding any indulgence granted by the party to which any payment is owed and will not be affected by judgment being obtained or claim or proof being made for any other sums payable in respect of this Agreement.

(d) ***Evidence of Loss.*** For the purpose of this Section 8, it will be sufficient for a party to demonstrate that it would have suffered a loss had an actual exchange or purchase been made.

## **9. Miscellaneous**

(a) ***Entire Agreement.*** This Agreement constitutes the entire agreement and understanding of the parties with respect to its subject matter. Each of the parties acknowledges that in entering into this Agreement it has not relied on any oral or written representation, warranty or other assurance (except as provided for or referred to in this Agreement) and waives all rights and remedies which might otherwise be available to it in respect thereof, except that nothing in this Agreement will limit or exclude any liability of a party for fraud.

(b) ***Amendments.*** An amendment, modification or waiver in respect of this Agreement will only be effective if in writing (including a writing evidenced by a facsimile transmission) and executed by each of the parties or confirmed by an exchange of telexes or by an exchange of electronic messages on an electronic messaging system.

(c) ***Survival of Obligations.*** Without prejudice to Sections 2(a)(iii) and 6(c)(ii), the obligations of the parties under this Agreement will survive the termination of any Transaction.

(d) ***Remedies Cumulative.*** Except as provided in this Agreement, the rights, powers, remedies and privileges provided in this Agreement are cumulative and not exclusive of any rights, powers, remedies and privileges provided by law.

(e) ***Counterparts and Confirmations.***

(i) This Agreement (and each amendment, modification and waiver in respect of it) may be executed and delivered in counterparts (including by facsimile transmission and by electronic messaging system), each of which will be deemed an original.

(ii) The parties intend that they are legally bound by the terms of each Transaction from the moment they agree to those terms (whether orally or otherwise). A Confirmation will be entered into as soon as practicable and may be executed and delivered in counterparts (including by facsimile transmission) or be created by an exchange of telexes, by an exchange of electronic messages on an electronic messaging system or by an exchange of e-mails, which in each case will be sufficient for all purposes to evidence a binding supplement to this Agreement. The parties will specify therein or through another effective means that any such counterpart, telex, electronic message or e-mail constitutes a Confirmation.

(f) **No Waiver of Rights.** A failure or delay in exercising any right, power or privilege in respect of this Agreement will not be presumed to operate as a waiver, and a single or partial exercise of any right, power or privilege will not be presumed to preclude any subsequent or further exercise, of that right, power or privilege or the exercise of any other right, power or privilege.

(g) **Headings.** The headings used in this Agreement are for convenience of reference only and are not to affect the construction of or to be taken into consideration in interpreting this Agreement.

(h) **Interest and Compensation.**

(i) **Prior to Early Termination.** Prior to the occurrence or effective designation of an Early Termination Date in respect of the relevant Transaction:—

(1) **Interest on Defaulted Payments.** If a party defaults in the performance of any payment obligation, it will, to the extent permitted by applicable law and subject to Section 6(c), pay interest (before as well as after judgment) on the overdue amount to the other party on demand in the same currency as the overdue amount, for the period from (and including) the original due date for payment to (but excluding) the date of actual payment (and excluding any period in respect of which interest or compensation in respect of the overdue amount is due pursuant to clause (3)(B) or (C) below), at the Default Rate.

(2) **Compensation for Defaulted Deliveries.** If a party defaults in the performance of any obligation required to be settled by delivery, it will on demand (A) compensate the other party to the extent provided for in the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement and (B) unless otherwise provided in the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement, to the extent permitted by applicable law and subject to Section 6(c), pay to the other party interest (before as well as after judgment) on an amount equal to the fair market value of that which was required to be delivered in the same currency as that amount, for the period from (and including) the originally scheduled date for delivery to (but excluding) the date of actual delivery (and excluding any period in respect of which interest or compensation in respect of that amount is due pursuant to clause (4) below), at the Default Rate. The fair market value of any obligation referred to above will be determined as of the originally scheduled date for delivery, in good faith and using commercially reasonable procedures, by the party that was entitled to take delivery.

(3) Interest on Deferred Payments. If:—

(A) a party does not pay any amount that, but for Section 2(a)(iii), would have been payable, it will, to the extent permitted by applicable law and subject to Section 6(c) and clauses (B) and (C) below, pay interest (before as well as after judgment) on that amount to the other party on demand (after such amount becomes payable) in the same currency as that amount, for the period from (and including) the date the amount would, but for Section 2(a)(iii), have been payable to (but excluding) the date the amount actually becomes payable, at the Applicable Deferral Rate;

(B) a payment is deferred pursuant to Section 5(d), the party which would otherwise have been required to make that payment will, to the extent permitted by applicable law, subject to Section 6(c) and for so long as no Event of Default or Potential Event of Default with respect to that party has occurred and is continuing, pay interest (before as well as after judgment) on the amount of the deferred payment to the other party on demand (after such amount becomes payable) in the same currency as the deferred payment, for the period from (and including) the date the amount would, but for Section 5(d), have been payable to (but excluding) the earlier of the date the payment is no longer deferred pursuant to Section 5(d) and the date during the deferral period upon which an Event of Default or Potential Event of Default with respect to that party occurs, at the Applicable Deferral Rate; or

(C) a party fails to make any payment due to the occurrence of an Illegality or a Force Majeure Event (after giving effect to any deferral period contemplated by clause (B) above), it will, to the extent permitted by applicable law, subject to Section 6(c) and for so long as the event or circumstance giving rise to that Illegality or Force Majeure Event

continues and no Event of Default or Potential Event of Default with respect to that party has occurred and is continuing, pay interest (before as well as after judgment) on the overdue amount to the other party on demand in the same currency as the overdue amount, for the period from (and including) the date the party fails to make the payment due to the occurrence of the relevant Illegality or Force Majeure Event (or, if later, the date the payment is no longer deferred pursuant to Section 5(d)) to (but excluding) the earlier of the date the event or circumstance giving rise to that Illegality or Force Majeure Event ceases to exist and the date during the period upon which an Event of Default or Potential Event of Default with respect to that party occurs (and excluding any period in respect of which interest or compensation in respect of the overdue amount is due pursuant to clause (B) above), at the Applicable Deferral Rate.

(4) Compensation for Deferred Deliveries. If:—

(A) a party does not perform any obligation that, but for Section 2(a)(iii), would have been required to be settled by delivery;

(B) a delivery is deferred pursuant to Section 5(d); or

(C) a party fails to make a delivery due to the occurrence of an Illegality or a Force Majeure Event at a time when any applicable Waiting Period has expired,

the party required (or that would otherwise have been required) to make the delivery will, to the extent permitted by applicable law and subject to Section 6(c), compensate and pay interest to the other party on demand (after, in the case of clauses (A) and (B) above, such delivery is required) if and to the extent provided for in the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement.

(ii) **Early Termination.** Upon the occurrence or effective designation of an Early Termination Date in respect of a Transaction:—

(1) **Unpaid Amounts.** For the purpose of determining an Unpaid Amount in respect of the relevant Transaction, and to the extent permitted by applicable law, interest will accrue on the amount of any payment obligation or the amount equal to the fair market value of any obligation required to be settled by delivery included in such determination in the same currency as that amount, for the period from (and including) the date the relevant obligation was (or would have been but for Section 2(a)(iii) or 5(d)) required to have been performed to (but excluding) the relevant Early Termination Date, at the Applicable Close-out Rate.

(2) **Interest on Early Termination Amounts.** If an Early Termination Amount is due in respect of such Early Termination Date, that amount will, to the extent permitted by applicable law, be paid together with interest (before as well as after judgment) on that amount in the Termination Currency, for the period from (and including) such Early Termination Date to (but excluding) the date the amount is paid, at the Applicable Close-out Rate.

(iii) **Interest Calculation.** Any interest pursuant to this Section 9(h) will be calculated on the basis of daily compounding and the actual number of days elapsed.

## **10. Offices; Multibranch Parties**

(a) If Section 10(a) is specified in the Schedule as applying, each party that enters into a Transaction through an Office other than its head or home office represents to and agrees with the other party that, notwithstanding the place of booking or its jurisdiction of incorporation or organisation, its obligations are the same in terms of recourse against it as if it had entered into the Transaction through its head or home office, except that a party will not have recourse to the head or home office of the other party in respect of any payment or delivery deferred pursuant to Section 5(d) for so long as the payment or delivery is so deferred. This representation and agreement will be deemed to be repeated by each party on each date on which the parties enter into a Transaction.

(b) If a party is specified as a Multibranch Party in the Schedule, such party may, subject to clause (c) below, enter into a Transaction through, book a Transaction in and make and receive payments and deliveries with respect to a Transaction through any Office listed in respect of that party in the Schedule (but not any other Office unless otherwise agreed by the parties in writing).

(c) The Office through which a party enters into a Transaction will be the Office specified for that party in the relevant Confirmation or as otherwise agreed by the parties in writing, and, if an Office for that party is not specified in the Confirmation or otherwise agreed by the parties in writing, its head or home office. Unless the parties

otherwise agree in writing, the Office through which a party enters into a Transaction will also be the Office in which it books the Transaction and the Office through which it makes and receives payments and deliveries with respect to the Transaction. Subject to Section 6(b)(ii), neither party may change the Office in which it books the Transaction or the Office through which it makes and receives payments or deliveries with respect to a Transaction without the prior written consent of the other party.

## **11. Expenses**

A Defaulting Party will on demand indemnify and hold harmless the other party for and against all reasonable out-of-pocket expenses, including legal fees, execution fees and Stamp Tax, incurred by such other party by reason of the enforcement and protection of its rights under this Agreement or any Credit Support Document to which the Defaulting Party is a party or by reason of the early termination of any Transaction, including, but not limited to, costs of collection.

## **12. Notices**

(a) ***Effectiveness.*** Any notice or other communication in respect of this Agreement may be given in any manner described below (except that a notice or other communication under Section 5 or 6 may not be given by electronic messaging system or e-mail) to the address or number or in accordance with the electronic messaging system or e-mail details provided (see the Schedule) and will be deemed effective as indicated:—

- (i) if in writing and delivered in person or by courier, on the date it is delivered; (ii) if sent by telex, on the date the recipient's answerback is received;
- (iii) if sent by facsimile transmission, on the date it is received by a responsible employee of the recipient in legible form (it being agreed that the burden of proving receipt will be on the sender and will not be met by a transmission report generated by the sender's facsimile machine);
- (iv) if sent by certified or registered mail (airmail, if overseas) or the equivalent (return receipt requested), on the date it is delivered or its delivery is attempted;
- (v) if sent by electronic messaging system, on the date it is received; or
- (vi) if sent by e-mail, on the date it is delivered,

unless the date of that delivery (or attempted delivery) or that receipt, as applicable, is not a Local Business Day or that communication is delivered (or attempted) or received, as applicable, after the close of business on a Local Business Day, in which case that communication will be deemed given and effective on the first following day that is a Local Business Day.

(b) ***Change of Details.*** Either party may by notice to the other change the address, telex or facsimile number or electronic messaging system or e-mail details at which notices or other communications are to be given to it.

### 13. Governing Law and Jurisdiction

(a) **Governing Law.** This Agreement will be governed by and construed in accordance with the law specified in the Schedule.

(b) **Jurisdiction.** With respect to any suit, action or proceedings relating to any dispute arising out of or in connection with this Agreement (“Proceedings”), each party irrevocably:—

(i) submits:—

(1) if this Agreement is expressed to be governed by English law, to (A) the non-exclusive jurisdiction of the English courts if the Proceedings do not involve a Convention Court and (B) the exclusive jurisdiction of the English courts if the Proceedings do involve a Convention Court; or

(2) if this Agreement is expressed to be governed by the laws of the State of New York, to the non-exclusive jurisdiction of the courts of the State of New York and the United States District Court located in the Borough of Manhattan in New York City;

(ii) waives any objection which it may have at any time to the laying of venue of any Proceedings brought in any such court, waives any claim that such Proceedings have been brought in an inconvenient forum and further waives the right to object, with respect to such Proceedings, that such court does not have any jurisdiction over such party; and

(iii) agrees, to the extent permitted by applicable law, that the bringing of Proceedings in any one or more jurisdictions will not preclude the bringing of Proceedings in any other jurisdiction.

(c) **Service of Process.** Each party irrevocably appoints the Process Agent, if any, specified opposite its name in the Schedule to receive, for it and on its behalf, service of process in any Proceedings. If for any reason any party’s Process Agent is unable to act as such, such party will promptly notify the other party and within 30 days appoint a substitute process agent acceptable to the other party. The parties irrevocably consent to service of process given in the manner provided for notices in Section 12(a)(i), 12(a)(iii) or 12(a)(iv). Nothing in this Agreement will affect the right of either party to serve process in any other manner permitted by applicable law.

(d) **Waiver of Immunities.** Each party irrevocably waives, to the extent permitted by applicable law, with respect to itself and its revenues and assets (irrespective of their use or intended use), all immunity on the grounds of sovereignty or other similar grounds from (i) suit, (ii) jurisdiction of any court, (iii) relief by way of injunction or order for specific performance or recovery of property, (iv) attachment of its assets (whether before or after judgment) and (v) execution or enforcement of any judgment to which it or its revenues or assets might otherwise be entitled in any Proceedings in the courts of any jurisdiction and irrevocably agrees, to the extent permitted by applicable law, that it will not claim any such immunity in any Proceedings.

### 14. Definitions

As used in this Agreement:—

**“Additional Representation”** has the meaning specified in Section 3.

**“Additional Termination Event”** has the meaning specified in Section 5(b).

**“Affected Party”** has the meaning specified in Section 5(b).

**“Affected Transactions”** means (a) with respect to any Termination Event consisting of an Illegality, Force Majeure Event, Tax Event or Tax Event Upon Merger, all Transactions affected by the occurrence of such Termination Event (which, in the case of an Illegality under Section 5(b)(i)(2) or a Force Majeure Event under Section 5(b)(ii)(2), means all Transactions unless the relevant Credit Support Document references only certain Transactions, in which case those Transactions and, if the relevant Credit Support Document constitutes a Confirmation for a Transaction, that Transaction) and (b) with respect to any other Termination Event, all Transactions.

**“Affiliate”** means, subject to the Schedule, in relation to any person, any entity controlled, directly or indirectly, by the person, any entity that controls, directly or indirectly, the person or any entity directly or indirectly under common control with the person. For this purpose, “control” of any entity or person means ownership of a majority of the voting power of the entity or person.

**“Agreement”** has the meaning specified in Section 1(c).

**“Applicable Close-out Rate”** means:—

(a) in respect of the determination of an Unpaid Amount:—

(i) in respect of obligations payable or deliverable (or which would have been but for Section 2(a)(iii))  
by a Defaulting Party, the Default Rate;

(ii) in respect of obligations payable or deliverable (or which would have been but for Section 2(a)(iii))  
by a Non-defaulting Party, the Non-default Rate;

(iii) in respect of obligations deferred pursuant to Section 5(d), if there is no Defaulting Party and for so long as the deferral period continues, the Applicable Deferral Rate; and

(iv) in all other cases following the occurrence of a Termination Event (except where interest accrues pursuant to clause (iii) above), the Applicable Deferral Rate; and

(b) in respect of an Early Termination Amount:—

(i) for the period from (and including) the relevant Early Termination Date to (but excluding) the date  
(determined in accordance with Section 6(d)(ii)) on which that amount is payable:—

- (1) if the Early Termination Amount is payable by a Defaulting Party, the Default Rate;
  - (2) if the Early Termination Amount is payable by a Non-defaulting Party, the Non-default Rate; and
  - (3) in all other cases, the Applicable Deferral Rate; and
- (ii) for the period from (and including) the date (determined in accordance with Section 6(d)(ii)) on which that amount is payable to (but excluding) the date of actual payment:—
- (1) if a party fails to pay the Early Termination Amount due to the occurrence of an event or circumstance which would, if it occurred with respect to a payment or delivery under a Transaction, constitute or give rise to an Illegality or a Force Majeure Event, and for so long as the Early Termination Amount remains unpaid due to the continuing existence of such event or circumstance, the Applicable Deferral Rate;
  - (2) if the Early Termination Amount is payable by a Defaulting Party (but excluding any period in respect of which clause (1) above applies), the Default Rate;
  - (3) if the Early Termination Amount is payable by a Non-defaulting Party (but excluding any period in respect of which clause (1) above applies), the Non-default Rate; and
  - (4) in all other cases, the Termination Rate.

***“Applicable Deferral Rate”*** means:—

- (a) for the purpose of Section 9(h)(i)(3)(A), the rate certified by the relevant payer to be a rate offered to the payer by a major bank in a relevant interbank market for overnight deposits in the applicable currency, such bank to be selected in good faith by the payer for the purpose of obtaining a representative rate that will reasonably reflect conditions prevailing at the time in that relevant market;
- (b) for purposes of Section 9(h)(i)(3)(B) and clause (a)(iii) of the definition of Applicable Close-out Rate, the rate certified by the relevant payer to be a rate offered to prime banks by a major bank in a relevant interbank market for overnight deposits in the applicable currency, such bank to be selected in good faith by the payer after consultation with the other party, if practicable, for the purpose of obtaining a representative rate that will reasonably reflect conditions prevailing at the time in that relevant market; and
- (c) for purposes of Section 9(h)(i)(3)(C) and clauses (a)(iv), (b)(i)(3) and (b)(ii)(1) of the definition of Applicable Close-out Rate, a rate equal to the arithmetic mean of the rate determined pursuant to clause (a) above and a rate per annum equal to



the cost (without proof or evidence of any actual cost) to the relevant payee (as certified by it) if it were to fund or of funding the relevant amount.

***“Automatic Early Termination”*** has the meaning specified in Section 6(a).

***“Burdened Party”*** has the meaning specified in Section 5(b)(iv).

***“Change in Tax Law”*** means the enactment, promulgation, execution or ratification of, or any change in or amendment to, any law (or in the application or official interpretation of any law) that occurs after the parties enter into the relevant Transaction.

***“Close-out Amount”*** means, with respect to each Terminated Transaction or each group of Terminated Transactions and a Determining Party, the amount of the losses or costs of the Determining Party that are or would be incurred under then prevailing circumstances (expressed as a positive number) or gains of the Determining Party that are or would be realised under then prevailing circumstances (expressed as a negative number) in replacing, or in providing for the Determining Party the economic equivalent of, (a) the material terms of that Terminated Transaction or group of Terminated Transactions, including the payments and deliveries by the parties under Section 2(a)(i) in respect of that Terminated Transaction or group of Terminated Transactions that would, but for the occurrence of the relevant Early Termination Date, have been required after that date (assuming satisfaction of the conditions precedent in

Section 2(a)(iii)) and (b) the option rights of the parties in respect of that Terminated Transaction or group of Terminated Transactions.

Any Close-out Amount will be determined by the Determining Party (or its agent), which will act in good faith and use commercially reasonable procedures in order to produce a commercially reasonable result. The Determining Party may determine a Close-out Amount for any group of Terminated Transactions or any individual Terminated Transaction but, in the aggregate, for not less than all Terminated Transactions. Each Close-out Amount will be determined as of the Early Termination Date or, if that would not be commercially reasonable, as of the date or dates following the Early Termination Date as would be commercially reasonable.

Unpaid Amounts in respect of a Terminated Transaction or group of Terminated Transactions and legal fees and out- of-pocket expenses referred to in Section 11 are to be excluded in all determinations of Close-out Amounts.

In determining a Close-out Amount, the Determining Party may consider any relevant information, including, without limitation, one or more of the following types of information:—

(i) quotations (either firm or indicative) for replacement transactions supplied by one or more third parties that may take into account the creditworthiness of the Determining Party at the time the quotation is provided and the terms of any relevant documentation, including credit support documentation, between the Determining Party and the third party providing the quotation;

(ii) information consisting of relevant market data in the relevant market supplied by one or more third parties including, without limitation, relevant rates, prices, yields, yield curves, volatilities, spreads, correlations or other relevant market data in the relevant market; or

(iii) information of the types described in clause (i) or (ii) above from internal sources (including any of the Determining Party's Affiliates) if that information is of the same type used by the Determining Party in the regular course of its business for the valuation of similar transactions.

The Determining Party will consider, taking into account the standards and procedures described in this definition, quotations pursuant to clause (i) above or relevant market data pursuant to clause (ii) above unless the Determining Party reasonably believes in good faith that such quotations or relevant market data are not readily available or would produce a result that would not satisfy those standards. When considering information described in clause (i), (ii) or (iii) above, the Determining Party may include costs of funding, to the extent costs of funding are not and would not be a component of the other information being utilised. Third parties supplying quotations pursuant to clause (i) above or market data pursuant to clause (ii) above may include, without limitation, dealers in the relevant markets, end-users of the relevant product, information vendors, brokers and other sources of market information.

Without duplication of amounts calculated based on information described in clause (i), (ii) or (iii) above, or other relevant information, and when it is commercially reasonable to do so, the Determining Party may in addition consider in calculating a Close-out Amount any loss or cost incurred in connection with its terminating, liquidating or re-establishing any hedge related to a Terminated Transaction or group of Terminated Transactions (or any gain resulting from any of them).

Commercially reasonable procedures used in determining a Close-out Amount may include the following:—

(1) application to relevant market data from third parties pursuant to clause (ii) above or information from internal sources pursuant to clause (iii) above of pricing or other valuation models that are, at the time of the determination of the Close-out Amount, used by the Determining Party in the regular course of its business in pricing or valuing transactions between the Determining Party and unrelated third parties that are similar to the Terminated Transaction or group of Terminated Transactions; and

(2) application of different valuation methods to Terminated Transactions or groups of Terminated Transactions depending on the type, complexity, size or number of the Terminated Transactions or group of Terminated Transactions.

***“Confirmation”*** has the meaning specified in the preamble.

***“consent”*** includes a consent, approval, action, authorisation, exemption, notice, filing, registration or exchange control consent.

***“Contractual Currency”*** has the meaning specified in Section 8(a).

**“Convention Court”** means any court which is bound to apply to the Proceedings either Article 17 of the 1968

Brussels Convention on Jurisdiction and the Enforcement of Judgments in Civil and Commercial Matters or Article 17 of the 1988 Lugano Convention on Jurisdiction and the Enforcement of Judgments in Civil and Commercial Matters.

**“Credit Event Upon Merger”** has the meaning specified in Section 5(b).

**“Credit Support Document”** means any agreement or instrument that is specified as such in this Agreement.

**“Credit Support Provider”** has the meaning specified in the Schedule.

**“Cross-Default”** means the event specified in Section 5(a)(vi).

**“Default Rate”** means a rate per annum equal to the cost (without proof or evidence of any actual cost) to the relevant payee (as certified by it) if it were to fund or of funding the relevant amount plus 1% per annum.

**“Defaulting Party”** has the meaning specified in Section 6(a). “Designated Event” has the meaning specified in Section 5(b)(v). “Determining Party” means the party determining a Close-out Amount. “Early Termination Amount” has the meaning specified in Section 6(e).

“Early Termination Date” means the date determined in accordance with Section 6(a) or 6(b)(iv).

**“electronic messages”** does not include e-mails but does include documents expressed in markup languages, and

**“electronic messaging system”** will be construed accordingly.

**“English law”** means the law of England and Wales, and “English” will be construed accordingly. “Event of Default” has the meaning specified in Section 5(a) and, if applicable, in the Schedule. “Force Majeure Event” has the meaning specified in Section 5(b).

**“General Business Day”** means a day on which commercial banks are open for general business (including dealings in foreign exchange and foreign currency deposits).

**“Illegality”** has the meaning specified in Section 5(b).

**“Indemnifiable Tax”** means any Tax other than a Tax that would not be imposed in respect of a payment under this Agreement but for a present or former connection between the jurisdiction of the government or taxation authority imposing such Tax and the recipient of such payment or a person related to such recipient (including, without limitation, a connection arising from such recipient or related person being or having been a citizen or resident of such jurisdiction, or being or having been organised, present or engaged in a trade or business in such jurisdiction, or having or having had a permanent establishment or fixed place of business in such jurisdiction, but excluding a connection arising solely from such recipient or related person having executed,

delivered, performed its obligations or received a payment under, or enforced, this Agreement or a Credit Support Document).

**“law”** includes any treaty, law, rule or regulation (as modified, in the case of tax matters, by the practice of any relevant governmental revenue authority), and **“unlawful”** will be construed accordingly.

**“Local Business Day”** means (a) in relation to any obligation under Section 2(a)(i), a General Business Day in the place or places specified in the relevant Confirmation and a day on which a relevant settlement system is open or operating as specified in the relevant Confirmation or, if a place or a settlement system is not so specified, as otherwise agreed by the parties in writing or determined pursuant to provisions contained, or incorporated by reference, in this Agreement, (b) for the purpose of determining when a Waiting Period expires, a General Business Day in the place where the event or circumstance that constitutes or gives rise to the Illegality or Force Majeure Event, as the case may be, occurs, (c) in relation to any other payment, a General Business Day in the place where the relevant account is located and, if different, in the principal financial centre, if any, of the currency of such payment and, if that currency does not have a single recognised principal financial centre, a day on which the settlement system necessary to accomplish such payment is open, (d) in relation to any notice or other communication, including notice contemplated under Section 5(a)(i), a General Business Day (or a day that would have been a General Business Day but for the occurrence of an event or circumstance which would, if it occurred with respect to payment, delivery or compliance related to a Transaction, constitute or give rise to an Illegality or a Force Majeure Event) in the place specified in the address for notice provided by the recipient and, in the case of a notice contemplated by Section 2(b), in the place where the relevant new account is to be located and (e) in relation to Section 5(a)(v)(2), a General Business Day in the relevant locations for performance with respect to such Specified Transaction.

**“Local Delivery Day”** means, for purposes of Sections 5(a)(i) and 5(d), a day on which settlement systems necessary to accomplish the relevant delivery are generally open for business so that the delivery is capable of being accomplished in accordance with customary market practice, in the place specified in the relevant Confirmation or, if not so specified, in a location as determined in accordance with customary market practice for the relevant delivery.

**“Master Agreement”** has the meaning specified in the preamble.

**“Merger Without Assumption”** means the event specified in Section 5(a)(viii).

**“Multiple Transaction Payment Netting”** has the meaning specified in Section 2(c).

**“Non-affected Party”** means, so long as there is only one Affected Party, the other party.

**“Non-default Rate”** means the rate certified by the Non-defaulting Party to be a rate offered to the Non-defaulting Party by a major bank in a relevant interbank market for overnight deposits in the applicable currency, such bank to be selected in good faith by the Non-defaulting Party for the purpose of obtaining a representative rate that will reasonably reflect conditions prevailing at the time in that relevant market.

**“Non-defaulting Party”** has the meaning specified in Section 6(a).

**“Office”** means a branch or office of a party, which may be such party’s head or home office.

**“Other Amounts”** has the meaning specified in Section 6(f).

**“Payee”** has the meaning specified in Section 6(f).

**“Payer”** has the meaning specified in Section 6(f).

**“Potential Event of Default”** means any event which, with the giving of notice or the lapse of time or both, would constitute an Event of Default.

**“Proceedings”** has the meaning specified in Section 13(b).

**“Process Agent”** has the meaning specified in the Schedule.

**“rate of exchange”** includes, without limitation, any premiums and costs of exchange payable in connection with the purchase of or conversion into the Contractual Currency.

**“Relevant Jurisdiction”** means, with respect to a party, the jurisdictions (a) in which the party is incorporated, organised, managed and controlled or considered to have its seat, (b) where an Office through which the party is acting for purposes of this Agreement is located, (c) in which the party executes this Agreement and (d) in relation to any payment, from or through which such payment is made.

**“Schedule”** has the meaning specified in the preamble.

**“Scheduled Settlement Date”** means a date on which a payment or delivery is to be made under Section 2(a)(i) with respect to a Transaction.

**“Specified Entity”** has the meaning specified in the Schedule.

**“Specified Indebtedness”** means, subject to the Schedule, any obligation (whether present or future, contingent or otherwise, as principal or surety or otherwise) in respect of borrowed money.

**“Specified Transaction”** means, subject to the Schedule, (a) any transaction (including an agreement with respect to any such transaction) now existing or hereafter entered into between one party to this Agreement (or any Credit Support Provider of such party or any applicable Specified Entity of such party) and the other party to this Agreement (or any Credit Support Provider of such other party or any applicable Specified Entity of such other party) which is not a Transaction under this Agreement but (i) which is a rate swap transaction, swap option, basis swap, forward rate transaction, commodity swap, commodity option, equity or equity index swap, equity or equity index option, bond option, interest rate option, foreign exchange transaction, cap transaction, floor transaction, collar transaction, currency swap transaction, cross-currency rate swap transaction, currency option, credit protection transaction, credit swap, credit default swap, credit default option, total return swap, credit spread transaction, repurchase transaction, reverse repurchase transaction, buy/sell-back transaction, securities lending

transaction, weather index transaction or forward purchase or sale of a security, commodity or other financial instrument or interest (including any option with respect to any of these transactions) or (ii) which is a type of transaction that is similar to any transaction referred to in clause (i) above that is currently, or in the future becomes, recurrently entered into in the financial markets (including terms and conditions incorporated by reference in such agreement) and which is a forward, swap, future, option or other derivative on one or more rates, currencies, commodities, equity securities or other equity instruments, debt securities or other debt instruments, economic indices or measures of economic risk or value, or other benchmarks against which payments or deliveries are to be made, (b) any combination of these transactions and (c) any other transaction identified as a Specified Transaction in this Agreement or the relevant confirmation.

***“Stamp Tax”*** means any stamp, registration, documentation or similar tax.

***“Stamp Tax Jurisdiction”*** has the meaning specified in Section 4(e).

***“Tax”*** means any present or future tax, levy, impost, duty, charge, assessment or fee of any nature (including interest, penalties and additions thereto) that is imposed by any government or other taxing authority in respect of any payment under this Agreement other than a stamp, registration, documentation or similar tax.

***“Tax Event”*** has the meaning specified in Section 5(b).

***“Tax Event Upon Merger”*** has the meaning specified in Section 5(b).

***“Terminated Transactions”*** means, with respect to any Early Termination Date, (a) if resulting from an Illegality or a Force Majeure Event, all Affected Transactions specified in the notice given pursuant to Section 6(b)(iv), (b) if resulting from any other Termination Event, all Affected Transactions and (c) if resulting from an Event of Default, all Transactions in effect either immediately before the effectiveness of the notice designating that Early Termination Date or, if Automatic Early Termination applies, immediately before that Early Termination Date.

***“Termination Currency”*** means (a) if a Termination Currency is specified in the Schedule and that currency is freely available, that currency, and (b) otherwise, euro if this Agreement is expressed to be governed by English law or United States Dollars if this Agreement is expressed to be governed by the laws of the State of New York.

***“Termination Currency Equivalent”*** means, in respect of any amount denominated in the Termination Currency, such Termination Currency amount and, in respect of any amount denominated in a currency other than the Termination Currency (the “Other Currency”), the amount in the Termination Currency determined by the party making the relevant determination as being required to purchase such amount of such Other Currency as at the relevant Early Termination Date, or, if the relevant Close-out Amount is determined as of a later date, that later date, with the Termination Currency at the rate equal to the spot exchange rate of the foreign exchange agent (selected as provided below) for the purchase of such Other Currency with the Termination Currency at or about 11:00 a.m. (in the city in which such foreign exchange agent is located) on such date as would be customary for the determination of such a rate for the

purchase of such Other Currency for value on the relevant Early Termination Date or that later date. The foreign exchange agent will, if only one party is obliged to make a determination under Section 6(e), be selected in good faith by that party and otherwise will be agreed by the parties.

**“Termination Event”** means an Illegality, a Force Majeure Event, a Tax Event, a Tax Event Upon Merger or, if specified to be applicable, a Credit Event Upon Merger or an Additional Termination Event.

**“Termination Rate”** means a rate per annum equal to the arithmetic mean of the cost (without proof or evidence of any actual cost) to each party (as certified by such party) if it were to fund or of funding such amounts.

**“Threshold Amount”** means the amount, if any, specified as such in the Schedule.

**“Transaction”** has the meaning specified in the preamble.

**“Unpaid Amounts”** owing to any party means, with respect to an Early Termination Date, the aggregate of (a) in respect of all Terminated Transactions, the amounts that became payable (or that would have become payable but for Section 2(a)(iii) or due but for Section 5(d)) to such party under Section 2(a)(i) or 2(d)(i)(4) on or prior to such Early Termination Date and which remain unpaid as at such Early Termination Date, (b) in respect of each Terminated Transaction, for each obligation under Section 2(a)(i) which was (or would have been but for Section 2(a)(iii) or 5(d)) required to be settled by delivery to such party on or prior to such Early Termination Date and which has not been so settled as at such Early Termination Date, an amount equal to the fair market value of that which was (or would have been) required to be delivered and (c) if the Early Termination Date results from an Event of Default, a Credit Event Upon Merger or an Additional Termination Event in respect of which all outstanding Transactions are Affected Transactions, any Early Termination Amount due prior to such Early Termination Date and which remains unpaid as of such Early Termination Date, in each case together with any amount of interest accrued or other

compensation in respect of that obligation or deferred obligation, as the case may be, pursuant to Section 9(h)(ii)(1) or (2), as appropriate. The fair market value of any obligation referred to in clause (b) above will be determined as of the originally scheduled date for delivery, in good faith and using commercially reasonable procedures, by the party obliged to make the determination under Section 6(e) or, if each party is so obliged, it will be the average of the Termination Currency Equivalents of the fair market values so determined by both parties.

**“Waiting Period”** means:—

(a) in respect of an event or circumstance under Section 5(b)(i), other than in the case of Section 5(b)(i)(2) where the relevant payment, delivery or compliance is actually required on the relevant day (in which case no Waiting Period will apply), a period of three Local Business Days (or days that would have been Local Business Days but for the occurrence of that event or circumstance) following the occurrence of that event or circumstance; and

(b) in respect of an event or circumstance under Section 5(b)(ii), other than in the case of Section 5(b)(ii)(2) where the relevant payment, delivery or compliance is actually required on the relevant day (in which case no Waiting Period will apply), a period of eight Local Business Days (or days that would have been Local Business Days but for the occurrence of that event or circumstance) following the occurrence of that event or circumstance.

IN WITNESS WHEREOF the parties have executed this document on the respective dates specified below with effect from the date specified on the first page of this document.

(Name of Party)

(Name of Party)

By:  
Name:  
Title:  
Date:

By:  
Name:  
Title:  
Date:



**ISDA**  
**International Swaps and Derivatives Association, Inc.**

SCHEDULE  
to the 2002 Master Agreement

dated as of .....

between .....and.....  
("Party A") ("Party B")

[established as a [COUNTERPARTY TYPE]]  
[with company number [NUMBER]]  
[under the laws of [JURISDICTION]]  
[acting through its [BRANCH]]\*

[established as a [COUNTERPARTY TYPE]]  
[with company number [NUMBER]]  
[under the laws of [JURISDICTION]]  
[acting through its [BRANCH]]\*

**Part 1. Termination Provisions.**

(a) ***"Specified Entity"*** means in relation to Party A for the purpose of:  
Section 5(a)(v),  
Section 5(a)(vi),  
Section 5(a)(vii),  
Section 5(b)(v),

and in relation to Party B for the purpose of:—

Section 5(a)(v),  
Section 5(a)(vi),  
Section 5(a)(vii),  
Section 5(b)(v),

\* Include if applicable.

(b) ***"Specified Transaction"*** [will have the meaning specified in Section 14 of this Agreement.][means.....]\*

(c) The ***"Cross-Default"*** provisions of Section 5(a)(vi) [will][will not]\* apply to Party A [will][will not]\* apply to Party B

["Specified Indebtedness" [will have the meaning specified in Section 14 of this Agreement.][means .....]\* "Threshold Amount"

(d) The “**Credit Event Upon Merger**” provisions of Section 5(b)(v) [will][will not]\* apply to Party A [will][will not]\* apply to Party B

(e) The “**Automatic Early Termination**” provision of Section 6(a) [will][will not]\* apply to Party A [will][will not]\* apply to Party B

(f) “**Termination Currency**” [will have the meaning specified in Section 14 of this Agreement.][means .....]\*

(g) **Additional Termination Event** [will][will not]\* apply. [The following will constitute an Additional

Termination Event:—

.....  
For the purpose of the foregoing Termination Event, the Affected Party or Affected Parties will be:— .....]\*\*\*

## Part 2. **Tax Representations.**\*\*\*\*

(a) **Payer Representations.** For the purpose of Section 3(e) of this Agreement[, Party A and Party B do not make any representations.][:—

[[ (i) [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

It is not required by any applicable law, as modified by the practice of any relevant governmental revenue authority, of any Relevant Jurisdiction to make any deduction or withholding for or on account of any Tax from any payment (other than interest under Section 9(h) of this Agreement) to

\* Delete as applicable.

\*\* Include if Cross-Default will apply to either Party A or Party B.

\*\*\* Include if Additional Termination Event will apply.

\*\*\*\* N.B.: the following representations may need modification if either party is a Multibranch Party.

be made by it to the other party under this Agreement. In making this representation, it may rely on (i) the accuracy of any representations made by the other party pursuant to Section 3(f) of this Agreement, (ii) the satisfaction of the agreement contained in Section 4(a)(i) or 4(a)(iii) of this Agreement and the accuracy and effectiveness of any document provided by the other party pursuant to Section 4(a)(i) or 4(a)(iii) of this Agreement and (iii) the satisfaction of the agreement of the other party contained in Section 4(d) of this Agreement, except that it will not be a breach of this representation where reliance is placed on clause (ii) above and the other party does not deliver a form or document under Section 4(a)(iii) by reason of material prejudice to its legal or commercial position.]\*

[[ (ii) [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation[s]:— .....]\*\*\*

(b) **Payee Representations.** For the purpose of Section 3(f) of this Agreement[, Party A and Party B do not make any representations.]:—

[(i)] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

It is fully eligible for the benefits of the “Business Profits” or “Industrial and Commercial Profits” provision, as the case may be, the “interest” provision or the “Other Income” provision, if any, of the Specified Treaty with respect to any payment described in such provisions and received or to be received by it in connection with this Agreement and no such payment is attributable to a trade or business carried on by it through a permanent establishment in the Specified Jurisdiction.

“Specified Treaty” means with respect to Party A  
..... “Specified Jurisdiction”  
means with respect to Party A .....  
“Specified Treaty” means with respect to Party B  
..... “Specified Jurisdiction”  
means with respect to Party B .....]\*

[(ii)] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

Each payment received or to be received by it in connection with this Agreement will be effectively connected with its conduct of a trade or business in the Specified Jurisdiction.

“Specified Jurisdiction” means with respect to Party A  
.....

“Specified Jurisdiction” means with respect to Party B  
.....]\*

[(iii)] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

It is a “U.S. person” (as that term is used in section 1.1441-4(a)(3)(ii) of United States Treasury Regulations) for United States federal income tax purposes.]\*

[(iv)] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

It is a “non-U.S. branch of a foreign person” (as that term is used in section 1.1441-4(a)(3)(ii) of United States Treasury Regulations) for United States federal income tax purposes.]\*

[(v)] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

With respect to payments made to an address outside the United States or made by a transfer of funds to an account outside the United States, it is a “non-U.S. branch of a foreign person” (as that term is used in section 1.1441-4(a)(3)(ii) of United States Treasury Regulations) for United States federal income tax purposes.]\*

[[ (vi) ] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation:—

It is a “foreign person” (as that term is used in section 1.6041-4(a)(4) of United States Treasury Regulations)  
for United States federal income tax purposes.]\*

[[ (vii) ] [Party A] [and] [Party B] [each] make[s] the following representation[s]:—]]\*

**Part 3. Agreement to Deliver Documents.**

For the purpose of Sections 4(a)(i) and 4(a)(ii) of this Agreement, each party agrees to deliver the following documents, as applicable:—

(a) Tax forms, documents or certificates to be delivered are[: none][:—

Party required to deliver document

Form/Document/ Certificate

Date by which to be delivered

(b) Other documents to be delivered are[: none][:—

*Party required to deliver document*

*Form/Document/ Certificate*

*Date by which to be delivered*

*Covered by Section 3(d) Representation*

.....	.....
.....	[Yes][No]
.....	.....
.....	[Yes][No]
.....	.....
.....	[Yes][No]
.....	.....
.....	[Yes][No]
.....	.....
.....	[Yes][No]]*

**Part 4. Miscellaneous.**

(a) **Addresses for Notices.** For the purpose of Section 12(a) of this Agreement:—

Address for notices or communications to Party A:—

Address:.....  
 Attention:.....  
 Telex No.: .....  
 Answerback:.....  
 Facsimile:.....  
 No.:.....  
 Telephone. ....  
 No.:.....  
 E-mail: .....  
 Electronic .....  
 Messaging System:.....  
 Details:.....  
 Specific Instructions: .....

Address for notices or communications to Party B:—

Address:.....  
 Attention:.....  
 Telex No.: .....  
 Answerback:.....  
 Facsimile:.....  
 No.:.....  
 Telephone. ....  
 No.:.....  
 E-mail: .....  
 Electronic .....  
 Messaging System:.....  
 Details:.....  
 Specific Instructions: .....

(b) **Process Agent.** For the purpose of Section 13(c) of this Agreement:—

Party A appoints as its Process Agent: [not  
 applicable][.....]\*

Party B appoints as its Process Agent: [not  
 applicable][.....]\*

(c) **Offices.** The provisions of Section 10(a) [will][will not]\* apply to this Agreement. (d) **Multibranch Party.** For the purpose of Section 10(b) of this Agreement:—

Party A [is not a Multibranch Party.][is a Multibranch Party and may enter into a Transaction through any of the following Offices:—

Party B [is not a Multibranch Party.][is a Multibranch Party and may enter into a Transaction through any of the following Offices:—

[(e)] **Calculation Agent.** The Calculation Agent is..... , unless otherwise specified in a Confirmation in relation to the relevant Transaction.]\*\*

[(f)] **Credit Support Document.** Details of any Credit Support Document:— [none][  
.....

[(g)] **Credit Support Provider.** Credit Support Provider means in relation to Party A,  
[none][ .....

Credit Support Provider means in relation to Party B,  
[none][.....

[(h)] **Governing Law.** This Agreement will be governed by and construed in accordance with [English law][the laws of the State of New York (without reference to choice of law doctrine)]\*.

[(i)] **Netting of Payments.** “Multiple Transaction Payment Netting” [will not apply for the purpose of Section 2(c) of this Agreement.][will apply for the purpose of Section 2(c) of this Agreement to [all Transactions][the following Transactions or groups of Transactions:— .....] (in each case starting from [the date of this Agreement][ ..... ])]\*

[(j)] **“Affiliate”** [will have the meaning specified in Section 14 of this Agreement.][means .....

[(k)] **Absence of Litigation.** For the purpose of Section 3(c):—

**“Specified Entity”** means in relation to Party A,  
.....

**“Specified Entity”** means in relation to Party B,  
.....

[(l)] **No Agency.** The provisions of Section 3(g) [will][will not]\* apply to this Agreement.

[(m)] **Additional Representation** [will][will not]\* apply. [For the purpose of Section 3 of this Agreement, the following will constitute an Additional Representation:—

[(i)] **Relationship Between Parties.** Each party will be deemed to represent to the other party on the date on which it enters into a Transaction that (absent a written agreement between the parties that expressly imposes affirmative obligations to the contrary for that Transaction):—

[(1)] **Non-Reliance.** It is acting for its own account, and it has made its own independent decisions to enter into that Transaction and as to whether that Transaction is appropriate or proper for it based upon its own judgment and upon advice from such advisers as it has deemed necessary. It is not relying on any communication (written or oral) of the other party as investment advice or as a recommendation to enter into that Transaction, it being understood that information and explanations related to the terms

and conditions of a Transaction will not be considered investment advice or a recommendation to enter into that Transaction. No communication (written or oral) received from the other party will be deemed to be an assurance or guarantee as to the expected results of that Transaction.

[(2)] **Assessment and Understanding.** It is capable of assessing the merits of and understanding (on its own behalf or through independent professional advice), and understands and accepts, the terms, conditions and risks of that Transaction. It is also capable of assuming, and assumes, the risks of that Transaction.

[(3)] **Status of Parties.** The other party is not acting as a fiduciary for or an adviser to it in respect of that Transaction.]]\*

[[ (n)] ***Recording of Conversations.*** Each party (i) consents to the recording of telephone conversations between the trading, marketing and other relevant personnel of the parties in connection with this Agreement or any potential Transaction, (ii) agrees to obtain any necessary consent of, and give any necessary notice of such recording to, its relevant personnel and (iii) agrees, to the extent permitted by applicable law, that recordings may be submitted in evidence in any Proceedings.]]\*\*

#### Part 5. Other Provisions

(Name of Party)

(Name of Party)

By:  
Name:  
Title:  
Date:

By:  
Name:  
Title:  
Date: